DAVID SWENSEN

Chief Investment Officer, Yale University

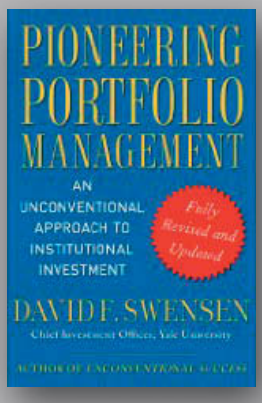
GESTION DE PORTEFEUILLES INSTITUTIONNELS

Une approche non conventionnelle de la gestion de portefeuilles institutionnels

Traduction de la nouvelle édition américaine

Updated and fully revised

MAXIMA
LAURENT DU MESNIL EDITEUR



DAVID SWENSEN

Chief Investment Officer, Yale University

GESTION DE PORTEFEUILLES INSTITUTIONNELS

Une approche non conventionnelle de la gestion de portefeuilles institutionnels

http://systemista.blogspot.com/

Traduction de la nouvelle édition américaine

Updated and fully revised

MAXIMA
LAURENT DU MESNIL EDITEUR

Après avoir travaillé dix ans à Wall Street, notamment chez Salomon Brothers, **David F. Swensen** est aujourd'hui *Chief Investment Officer* à l'Université de Yale où, avec son équipe d'une vingtaine de collaborateurs, il gère plus de 20 milliards de dollars d'actifs dans le cadre du Fonds de réserve de l'Université.

Membre de l'*American Academy of Arts and Sciences*, Docteur en économie de l'Université de Yale, il enseigne au Yale College ainsi qu'à la Faculté de gestion depuis plus de 25 ans.

À Tory, qui excelle dans ses études et brille comme écrivain, embrassant la vie avec une empathie et une sensibilité qui enrichissent tous ceux qui la connaissent.

À Alex, qui programme les ordinateurs (sans y être asservi), répare les voitures (sans être un dingue de mécanique) et est un exemple de courage pour tous ceux qui l'approchent.

À Tim, qui pratique avec ferveur toute sorte de sports, supporte tout aussi ardemment les *bulldogs* de Yale, et dont l'enthousiasme contagieux galvanise ses coéquipiers tout autant que les spectateurs.

À mes parents, qui n'ont eu de cesse de me montrer le bon chemin, même si je n'ai pas toujours su le suivre.

Infos/nouveautés/catalogue : **www.maxima.fr**

MAXIMA
LAURENT DU MESNIL EDITEUR

192, bd Saint-Germain, 75007 Paris
Tél. : +33 1 44 39 74 00 – Fax : +33 1 45 48 46 88

© Maxima, Paris, 2009.
ISBN : 978 2 84001 606 9

Titre original : *Pioneering Portofolio Management, An Unconventional approach to institutional Investment.* Traduit de l'anglais (États-Unis) par Sophie Deste. © MM et MMIX by David F. Swensen. All Rigths Reserved. Tous droits de reproduction, de traduction et d'adaptation réservés pour tous pays.

This edition published by arrangement with the original publisher Free Press, a Division of Simon and Schuster, Inc., New York.

Table des matières

Préface à la deuxième édition 7

Préface à la première édition : l'ami de Jim Tobins 16

1. Introduction 21

Les institutions par rapport aux particuliers 22
Le monde de la gestion des fonds de réserve 23
Un cadre d'investissement rigoureux 25
Le problème des intermédiaires 26
Les difficultés de la gestion active 28

2. Les objectifs d'un fonds de réserve 31

Rester indépendant 32
Apporter de la stabilité 37
Créer une réserve pour l'excellence 40
Conclusion 46

3. L'investissement et les objectifs budgétaires 49

Les objectifs d'investissement 50
La politique de prélèvement 54
L'évaluation du pouvoir d'achat 60
L'évaluation de l'adéquation à long terme du taux de prélèvement 64

Les prélèvements de Yale sur le fonds de réserve 65
Les objectifs d'investissement d'une fondation 67
Le point de vue sceptique 70
Conclusion 76

4. La philosophie d'investissement 79
L'allocation d'actifs 84
Le *market timing* 95
La sélection des actifs 104
Conclusion 132

5. L'allocation d'actifs 133
Les analyses quantitatives et qualitatives 137
Les hypothèses concernant les marchés financiers 143
Tester les allocations d'actifs 160
Conclusion 167

6. La gestion de l'allocation d'actifs 171
Le rééquilibrage 173
La gestion active 178
Les fonds complémentaires et les portefeuilles normaux 180
L'effet de levier 181
Conclusion 192

7. Les classes d'actifs traditionnelles 195
Les actions domestiques 196
Les obligations du Trésor américain 206
Les marchés actions des pays développés 216
Les actions des pays émergents 222
Conclusion 228

8. Les classes d'actifs alternatives 229
Les fonds ayant un objectif de performance absolue 230
Les actifs réels 250

Les participations non cotées 272
Conclusion 297

9. La gestion des classes d'actifs 301
Le jeu de la gestion active 302
Les caractéristiques personnelles 308
Les caractéristiques organisationnelles 311
La structure de rémunération 330
Conclusion 357

10. Le processus d'investissement 361
Gestion passive ou gestion active ? 362
L'environnement opérationnel 364
La structure organisationnelle 369
L'utilisation d'intermédiaires 374
Le processus de prise de décision 380
Les défis de la prise de décision 385
L'évaluation de la performance 393
La structure de contrôle 412
Conclusion 415

Annexe : les emprunts obligataires bâtards 417
Les obligations d'entreprises américaines 417
Les obligations à haut rendement 428
Les titres adossés à des actifs 435
Les obligations étrangères 441
Mise à jour de la performance 2007 444
Conclusion 445

Remerciements 446
À propos de l'auteur 447

Préface à la deuxième édition

Considéré de plus en plus largement et à juste titre comme le meilleur livre jamais écrit sur la gestion des portefeuilles d'investissement institutionnels, le livre de David Swensen présente dans un langage simple la somme de connaissance et l'expertise que son auteur a acquises en trente ans de recherche approfondie et d'expériences rigoureuses, tout particulièrement durant les vingt-trois dernières années pendant lesquelles il a produit, avec son équipe de l'Université de Yale, des résultats récurrents époustouflants. Swensen a donné la preuve qu'il est l'un des plus grands investisseurs professionnels.

Voici quelques-unes des conséquences les plus évidentes de cette réussite (veuillez attacher vos ceintures) :

- L'Université de Yale a profité avec bonheur des résultats remarquablement bons de Swensen en matière d'investissement. Les fonds versés à l'Université ont augmenté ces vingt dernières années de presque trois millions de dollars *par jour*.
- Le fonds de réserve[1] qui soutient le budget croissant de fonctionnement de l'Université de Yale a augmenté. Ses revenus couvraient 10 % des dépenses de l'Université en 1985, ils vont couvrir en 2009 45 % d'un total de dépenses beaucoup plus élevé.
- Swensen a contribué au financement de son université préférée, en termes de pouvoir d'achat défini par l'excès de performance par rapport au résultat

1. À défaut d'un équivalent parfait, nous rendons par « fonds de réserve » le terme *endowment* qui signifie la totalité des donations conditionnelles stipulant que le capital ne doit pas être dépensé mais investi, et que seuls les rendements de ce capital doivent servir aux dépenses de l'institution (NdT).

moyen des autres universités américaines, de nombreuses fois plus que le plus généreux des donateurs de Yale[1].

- Durant les vingt-trois dernières années, la valeur ajoutée par David Swensen, Dean Takahashi et leurs collègues (c'est-à-dire la part de leur contribution qui dépasse le résultat moyen de leurs confrères) s'est élevée à la somme impressionnante de 16,5 milliards de dollars.
- Sous la direction avisée et entreprenante de son président, Richard C. Levin, l'Université de Yale a utilisé cette puissance financière pour se positionner en tant que leader parmi les grandes universités du monde, pour le plus grand bien de tous. Les anciens élèves et les amis de Yale, encouragés par les performances des investissements de Swensen et l'orientation de Levin, se sont montrés remarquablement généreux dans leurs dons pour leur université et son avenir.

La gestion des investissements de Yale se distingue par sept aspects principaux :

- Les rendements sur de longues périodes sont exceptionnels.
- La régularité de ces rendements est remarquable.
- La solidité structurelle du portefeuille a démontré sa résistance dans des marchés difficiles. Aussi stupéfiants qu'aient été les résultats, la priorité a toujours été donnée à la préservation active du capital : préservation par la structure du portefeuille, préservation par la sélection des gestionnaires, et préservation par la qualité des relations avec les gestionnaires.
- La recherche pionnière et affirmée d'opportunités de rendements supérieurs, aussi bien parmi les classes d'actifs que parmi les gestionnaires, y est exemplaire.
- La relation entre la gestion du fonds de réserve et la gestion financière globale de l'Université de Yale continue d'être innovante, constructive et prudente.
- L'efficacité et le travail d'équipe démontrés par le Département des Investissements de Yale est admirable.
- Les excellentes relations de travail entre le Département des Investissements de Yale et ses nombreux gestionnaires externes, apportent au fonds de réserve de Yale un certain nombre d'avantages, notamment la possibilité d'identifier de nouveaux gestionnaires. Ces avantages ont un effet « boule de neige » positif pour le fonds de réserve et, donc, pour l'Université de Yale et son rôle de service public.

---

1. Seul Kim Abdullah d'Arabie Saoudite, qui a récemment financé la nouvelle Université des Sciences et Technologies du roi Abdullah à hauteur de 20 milliards de dollars, a fait plus pour une université que n'importe qui d'autre dans le monde.

Persévérant dans la ligne de l'originalité et de l'innovation, Swensen n'hésite pas à incorporer dans son livre le meilleur de la pensée d'autres auteurs. John Maynard Keynes critiqua autrefois la tendance fâcheuse des intermédiaires financiers à préférer « perdre de manière conventionnelle » que d'assumer, comme le fait si souvent Swensen, la responsabilité d'un concept et d'une action novateurs. Lorsque Bob Barker, membre du comité de gestion du fonds de réserve de la fondation Ford, a souligné l'importance pour les gestionnaires de fonds de réserves américains d'embrasser une vision à long terme qui leur fasse mettre l'accent sur l'investissement en actions, il a reconnu avant l'heure les succès concrets extraordinaires obtenus par Swensen. Parfois explicitement, souvent implicitement, Tobin, Markowitz, Samuelson, Sharpe, Buffett, Black, Scholes, Ross, Liebowitz, Litterman et d'autres grands penseurs sont présents dans ce livre.

Rien n'est plus puissant qu'une théorie qui a fait ses preuves, et Swensen a intégré la recherche fondamentale universitaire à la dure loi chaotique des marchés pour que la théorie fonctionne dans la pratique et, en tant qu'enseignant talentueux, pour pouvoir partager dans ce livre remarquable le meilleur de sa compréhension du monde de la finance. Il s'agit d'un véritable cadeau pour tous ceux qui se reconnaissent dans son attachement à une pensée rigoureuse capable de percer la complexité des mécanismes financiers tout en repoussant les tentations d'une simplification excessive.

Aussi innovantes et réussies qu'aient pu être de nombreuses initiatives d'investissement de Yale – et l'obtention de résultats à long terme largement supérieurs à la moyenne attire naturellement toute l'attention –, les observateurs attentifs savent que le vrai secret du succès de Yale dans le domaine de l'investissement ne se résume pas à sa performance satisfaisante des cinq, dix ou vingt dernières années. De la même manière que le secret d'un bon investissement immobilier c'est l'emplacement du bien que l'on achète, le véritable secret de la réussite remarquable et durable de Yale est la préservation du capital.

Mais en quoi, pourriez-vous demander, la préservation du capital est-elle si importante dans les résultats remarquablement positifs de Yale ? En commençant par ces bons vieux truismes de la réussite dans l'investissement à long terme comme « Si vous perdez 50 % de votre investissement, il vous faudra alors doubler votre capital résiduel pour simplement revenir au montant initial » ou « Si les investisseurs pouvaient effacer quelques-unes de leurs pertes les plus importantes, les bons résultats viendraient d'eux-mêmes », tous les investisseurs expérimentés nous rappelleraient bien volontiers les avantages substantiels que l'on tire à éviter tout problème sérieux. Effacez quelques désastres, et les bons résultats réguliers font le reste. On trouve d'ailleurs l'équivalent en conduite automobile : l'essentiel consiste à éviter les accidents graves.

La régularité de résultats conséquents sur de nombreuses années (ajoutée au fait que, bien que la compétition se renforce, les résultats relatifs de Yale s'améliorent) fournit la preuve des avantages qu'apporte la préférence de Swensen pour la préservation affirmée et rigoureuse du capital. Sur la base de cette priorité défensive, son équipe et lui-même mènent une recherche constante d'amélioration de la gestion globale du portefeuille, allant de la sélection individuelle des gestionnaires externes, y compris l'accompagnement dans la création de leur activité, jusqu'aux concepts innovants dans la catégorisation des actifs. Yale continue de démontrer que la meilleure défense face à des marchés libres et dynamiques n'est pas rigide ni pusillanime, mais bien plutôt créative, audacieuse et active à tous les niveaux.

L'architecture du portefeuille de Yale est conçue pour permettre au fonds de réserve d'essuyer avec sérénité les tempêtes et les ruptures de tendances qui ne manquent pas de survenir sur les marchés financiers aux moments les plus imprévisibles, et de positionner en permanence le portefeuille, par des ajustements successifs, sur la ligne d'équilibre idéale entre le risque et le rendement. Utilisant des simulations de Monte Carlo incorporant de nombreuses années de données de marchés, le portefeuille de Yale est soigneusement structuré pour atteindre des résultats optimaux, chaque compartiment étant indépendant des autres, avec une attention toute particulière portée à la compréhension, et donc à l'évitement, des mouvements de marché adverses.

Ayant établi un fondement solide sur ses convictions défensives, Yale recherche ensuite des moyens spécifiques de créer des avantages compétitifs susceptibles de contribuer de manière significative aux résultats hors norme du fonds de réserve sur le long terme. Ces moyens incluent : une allocation non orthodoxe et rationnelle des actifs, des stratégies innovantes et logiques au sein de chaque catégorie d'actifs, des engagements non conventionnels et opportunistes dans des catégories d'actifs tombées en disgrâce, une sélection originale et rigoureuse de gestionnaires peu connus, la formation et la promotion de professionnels relativement jeunes, des structures intelligentes et novatrices dans les relations avec les gestionnaires externes, ainsi qu'une volonté rigoureuse d'intégration de la gestion du fonds de réserve dans la gestion financière globale de l'Université.

La stratégie de structure de portefeuille de Yale et les nouvelles idées d'investissement sont testées en profondeur de trois manières différentes : des rendements simulés sont produits en tenant compte de toute une variété de scénarii « catastrophe » possibles, le Comité d'Investissement consacre chaque année une réunion entière à la remise en question de chaque aspect de la structure du portefeuille selon la tradition classique qui veut que seules les décisions solidement testées méritent un engagement financier fort et durable, enfin, des « trucs boursiers » pratiques sont toujours

utilisés dans la mise en œuvre effective de la stratégie durant la sélection des gestionnaires externes et l'allocation des capitaux, protégeant ces derniers contre les mouvements de marché adverses en recherchant toutes les difficultés potentielles dans un but défensif affirmé et préventif.

La sélection de gestionnaires externes spécialisés ajoute une sécurité efficace, et a joué un rôle important dans les rendements supérieurs obtenus à Yale. Il existe deux types de risque dans la sélection des gestionnaires externes : les engager suite à leurs meilleures performances historiques, ou bien engager des gestionnaires en fin de course et au creux de la vague. Yale évite soigneusement les relations à court terme et favorise de manière appuyée les engagements à long terme dans une relation « maritale » avec des gestionnaires triés sur le volet, les sélectionnant souvent au début de leur carrière, alors que les conditions du contrat peuvent être négociées afin de faire correspondre la rémunération du gestionnaire avec les intérêts à long terme de Yale. Le résultat en est que les additifs aux mandats des gestionnaires sont fréquents, alors que le turnover dans les relations de Yale avec ses gestionnaires est très faible.

Le processus de sélection des gestionnaires en vigueur à Yale est exceptionnellement rigoureux, d'une part parce que les professionnels de l'équipe de Swensen ont de l'expérience et sont en contact étroit avec les marchés, d'autre part parce que des enquêtes approfondies sont effectuées, et enfin parce que Yale ne sélectionne que les gestionnaires qui démontrent des qualités hors du commun sur la base de plusieurs critères : compétence en investissement, cohérence dans l'organisation de leur entreprise, clarté dans la stratégie entrepreneuriale, modes de rémunération adaptés et, ce qui est le plus important, intégrité personnelle et professionnelle.

Les gestionnaires qui excellent savent que Yale travaille en étroite collaboration avec chacun d'eux, et que l'Université est un client à la fois difficile et idéal. En étant financièrement engagée sur tous les marchés, et en disposant d'un personnel exceptionnellement efficace au niveau de la prise de décision, Yale s'est organisée pour pouvoir effectuer rapidement une évaluation rigoureuse de toute nouvelle opportunité. Les gestionnaires savent qu'ils vont obtenir une évaluation sérieuse de leurs idées et de leurs stratégies d'investissement, de l'organisation et de la gouvernance de leur entreprise ainsi que de leur système de rémunération, et qu'une décision rapide sera prise. L'un des résultats les plus avantageux de cette manière de faire est que Yale est souvent l'un des premiers clients à faire travailler les meilleurs gestionnaires émergents. Revers de la médaille, les critères élevés et la sélectivité de Yale signifient que, chaque année, de nombreux gestionnaires se voient opposer un refus à cause de la rigueur imperturbable du processus de décision.

Chaque nouveau partenaire fait l'objet d'une synthèse formelle qui récapitule tous les détails de l'enquête approfondie effectuée à son sujet. Cette synthèse commente la performance passée du gestionnaire, sa philosophie d'investissement, son processus de prise de décision, les points forts et les faiblesses de son mode d'organisation, et fournit la biographie personnelle et professionnelle de chacun des dirigeants. Chacune de ces synthèses très poussées (habituellement de quinze à vingt pages) est étudiée par le Comité d'Investissement en amont de la réunion trimestrielle au cours de laquelle toutes les questions sont discutées ouvertement avec les spécialistes de l'équipe avant qu'une décision finale ne soit prise.

Les réunions du Comité ressemblent beaucoup à un séminaire avancé sur la théorie et la pratique de l'investissement, animé par deux diplômés de Yale : Rick Levin et David Swensen. David Swensen et Richard Levin ont développé une relation très originale basée sur le langage et les concepts de la gestion institutionnelle, dans laquelle ils ont tous deux obtenus leur doctorat, sur leur amour du sport et sur la ferveur bienveillante avec laquelle leurs équipes respectives se mesurent chaque année dans une compétition de base-ball. Cette forte dimension affective peut demeurer cachée à l'observateur superficiel car l'un et l'autre s'efforcent de conserver une pensée rigoureuse en ce qui concerne l'investissement. Les membres du Comité sont choisis pour leur dévouement à l'Université de Yale, leur facilité à travailler exceptionnellement bien en groupe restreint, leur expertise dans la gestion des investissements et, plus particulièrement, leur capacité à superviser efficacement et à collaborer en bonne intelligence avec les professionnels de l'investissement.

Le plus important pour la préservation du capital est bien entendu d'éviter les erreurs fatales, mais l'élimination des petites erreurs par la discipline d'une pensée rigoureuse et par l'attention aux détails peut également s'avérer très bénéfique. La performance régulière d'une entreprise d'investissement dépend en tout premier lieu des gens qui effectuent le travail le plus important, et Yale dispose d'une équipe remarquable de professionnels hautement compétents, chacun possédant son propre domaine de prédilection et d'expertise, le sens de l'objectivité quand il s'agit de prendre des décisions qualitatives, une engagement continu dans le travail d'équipe, une ténacité dans la recherche et l'entretien de relations constructives avec les gestionnaires, et un goût marqué pour offrir à l'Université le meilleur service possible.

Bien que David Swensen partage et explique avec transparence et sans retenue (et aussi très généreusement) sa philosophie d'investissement dans cet ouvrage magnifique, et bien que tous les lecteurs seront certainement reconnaissants d'avoir accès à cette mine d'or d'expertise remarquablement utile et élégamment présentée par les explications typiquement rigoureuses et faciles à comprendre de Swensen, je me sens obligé, après toutes ces années bienheureuses où je me suis trouvé au

premier rang des gradins devant la piste des 100 mètres, contemplant le déploiement de performances hallucinantes, d'avertir les lecteurs sérieux que, malgré sa sincérité et son ouverture, David est trop modeste pour révéler certains ingrédients essentiels de sa « potion magique », que seul un observateur perspicace saura discerner comme étant indispensables à la réussite de Yale. Ils sont trop précieux pour rester secrets, alors les voici.

Premièrement, comme je l'ai déjà observé, bien que tout l'intérêt soit centré sur les rendements époustouflants dont Yale a bénéficié, la principale fondation sous-jacente aux décisions si créatives et innovantes d'investissements audacieux dans des catégories d'actifs non conventionnelles, comme le fait de confier des millions de dollars à des gestionnaires peu connus et souvent nouveaux dans le métier, repose sur une structure de portefeuille et un processus de prise de décision éprouvés avec rigueur et clairement défensifs.

Deuxièmement, la réalité la plus remarquable concernant le Département d'Investissement de Yale (à moins bien sûr que vous ne teniez encore en plus haute estime les performances d'investissement extraordinaires réalisées) est la riche culture de respect professionnel et d'affection personnelle qui relie de si nombreux individus talentueux et engagés au sein d'une équipe superbement efficace dont l'effort collectif rayonne l'excellence. Si vous passez un certain temps avec le noyau de l'équipe du Département d'Investissement de Yale (surtout si vous avez fréquenté d'autres entreprises d'investissement de différents types dans différents pays, comme j'ai pu le faire durant ma longue carrière), vous serez émerveillé par la manière dont ces « vedettes » de la performance financière savent combiner la rigueur et l'objectivité avec la chaleur humaine et la confiance qui évitent les intrigues ou la compétition, et mettent l'accent sur l'écoute et la compréhension véritables au quotidien.

Troisièmement, ces liens de respect professionnel et d'amitié personnelle s'étendent aux centaines d'intervenants-clés qui œuvrent chez les nombreux partenaires de Yale, et leur profitent de multiples manières, à la fois dans leur propre travail en tant que gestionnaires de fonds et dans les idées et perspectives nouvelles qu'ils apportent à la manière de faire de Yale.

Quatrièmement, « Swensen & Co » sont extraordinairement attentifs et dévoués à leur client, l'Université de Yale. Conscients de l'apport toujours plus conséquent du fonds de réserve au budget annuel de fonctionnement de l'Université, et de l'importance de la stabilité de cet apport (le budget étant par nature tourné vers l'humain, il a donc besoin d'un afflux régulier), ils ont récemment initié une nouvelle augmentation de la part de la performance destinée aux dépenses de l'Université, ainsi qu'une modification de la structure du portefeuille afin d'accroître sa stabilité. Embrassant une vision très large de leurs responsabilités à long terme, ils ont pris

les devants en initiant un remaniement original dans la façon de concevoir l'amortissement des bâtiments de l'Université. Le résultat en est, pour le plus grand bonheur de tous, le passage d'un système de données comptables trompeuses à une information managériale utile et pertinente. Ce type de valeur ajoutée dans l'attention portée aux intérêts de l'institution, améliore significativement le soutien qualitatif et quantitatif qu'apportent Swensen & Co à l'Université.

Le cinquième secret est peut-être le plus important : le respect et l'affection personnels. Les visiteurs du Département d'Investissement de Yale sont systématiquement impressionnés par l'architecture ouverte et l'ambiance de joyeuse équipée qui est presque aussi évidente que l'intensité et la discipline avec lesquelles le personnel se consacre à ses tâches et responsabilités. Des professionnels positifs fonctionnent au sommet de leur productivité, et les équipes s'en sortent mieux avec un faible turnover. David Swensen et Dean Takahashi ont tous deux fait de Yale un terreau fertile pour de brillantes carrières au sein de l'Université ou pour des postes importants dans d'autres institutions de gestion de fonds de réserve telles que le MIT, Bowdoin, Carnegie, Princeton et Rockefeller. Ils ont également bâti à Yale une équipe possédant la plus longue durée de vie du métier.

Un facteur également important dans la réussite de Yale a été son vaste réseau de relations professionnelles amicales dans le domaine de l'investissement à travers le monde entier. La manière dont les gens les plus brillants et les mieux informés passent leur temps est toujours le résultat d'un choix délibéré, car ils disposent tous de nombreuses options pour partager ou non leurs informations et leurs idées, de même que dans le choix des personnes avec lesquelles ils les partagent. David Swensen est si apprécié et admiré par un réseau extraordinairement étendu de relations professionnelles amicales (et il est passé depuis si longtemps maître dans l'art d'aider les autres) que ce n'est pas une surprise qu'il se trouve à un point névralgique où les informations et les perspectives précieuses lui viennent de très nombreuses sources. Ce n'est pas un hasard. L'un des plus grands secrets de sa réussite est qu'une multitude de personnes cherchent des occasions d'aider David car cela leur apporte plaisir et satisfaction et sert un but élevé, mais aussi parce qu'il les a grandement aidées.

Le sixième secret est que, comme Charles Darwin a essayé de l'expliquer, la survie du mieux adapté n'est pas déterminée par sa supériorité physique mais plutôt par son attractivité sociale. Il y a plus d'argent que de talents reconnus dans la sphère de l'investissement, de sorte que les gestionnaires de capitaux exceptionnels peuvent choisir leurs clients parmi la multitude de ceux qui veulent leur confier leurs fonds. Étant donné cette liberté de choix, les gestionnaires préfèrent travailler pour et avec des clients qu'ils apprécient et qu'ils admirent, et ils apprécient et

admirent beaucoup David Swensen. Ils désirent donc travailler avec lui et avec son équipe. C'est pourquoi, malgré ses critères de sélection très élevés et rigoureux, Yale attire une telle quantité de gestionnaires de fonds doués et créatifs qui surperforment régulièrement. Et il y a de grandes chances pour que la plupart des gestionnaires fassent de leur mieux pour Yale parce que Swensen &Co s'appliquent sincèrement à les aider et à les encourager.

Encore un dernier secret : David Swensen est presque unique dans sa manière de définir son activité. Certes, il est le directeur financier de Yale ; certes, il est un leader parmi les professionnels de l'investissement ; et certes, il est motivé par l'excellence. Mais il conserve les qualités humaines d'un gentilhomme dans sa vie privée comme dans sa carrière universitaire, tout en définissant sa vie professionnelle comme un effort pour découvrir la meilleure manière de gérer non seulement le fonds de réserve de Yale, mais aussi tous les fonds de réserve, en partageant généreusement à travers ce livre les concepts et les savoir-faire développés tout au long de nombreuses années de créativité et de discipline, en s'efforçant d'améliorer les pratiques de la profession, en intégrant la gestion du fonds de réserve et la gestion financière de l'Université dans un tout cohérent, en encourageant les autres à réaliser leur épanouissement personnel et professionnel par le choix d'une vie ayant du sens et le dévouement à un métier de création de richesse au service des institutions éducatives et philanthropiques de notre monde.

Ainsi, David Swensen a fait plus pour renforcer nos institutions éducatives et culturelles que n'importe qui d'autre sur cette planète, et il continue de développer et de partager ses meilleures idées avec tous d'une manière géniale et inspirante, à la façon d'un véritable homme de bien. Pas mal, David, pas mal !

Charles D. Ellis

Préface à la première édition

L'ami de Jim Tobin

Jim Tobin a grandi durant la Grande Dépression à Champaign, dans l'Illinois, où son père allait chaque jour à la bibliothèque publique pour lire le *New York Times*. Celui-ci apprit ainsi que l'université de Harvard avait décidé d'étendre son recrutement au-delà des frontières de son État, et que l'Illinois avait été choisi parmi les sept États voisins sélectionnés dans cet effort d'ouverture qui incluait également l'octroi de plusieurs bourses d'études généreuses. Il suggéra à son fils : « Tu pourrais postuler ».

Jim Tobin postula, montra qu'il était un excellent élève, et s'en alla décrocher son diplôme d'économie, alors que cette discipline était en train d'être complètement refondue à Harvard, passant d'une orientation strictement rationnelle tirant ses déductions de vérités établies à un engagement rationnel vers l'analyse empirique des données réelles.

Harvard s'avéra être un environnement stimulant pour les étudiants doués et motivés comme Jim Tobin. Empli de l'enthousiasme d'avoir réalisé à quel point une carrière économique pouvait être utile et intellectuellement absorbante, Tobin accepta un poste d'enseignant à Yale. Il occupa ce poste à Yale durant près de quarante ans, avec un brio intellectuel, une grande chaleur humaine et une influence importante sur de nombreux étudiants. À Yale, Tobin dirigea la célèbre fondation Cowles pour la Recherche Économique, enseigna et conseilla ses étudiants (dont un bon nombre occupa des fonctions importantes dans les affaires, le gouvernement et la faculté), et remporta un Prix Nobel. Parmi ses disciples à Yale, Tobin a développé une relation amicale profonde de type « père-fils » avec David Swensen, qui se dirigeait vers une carrière à Wall Street.

Jim Tobin a apporté deux contributions magistrales à la gestion très réussie du fonds de réserve de Yale. Tout d'abord, il a dirigé une équipe qui a conçu le code de répartition des fonds souple et réactif à l'inflation qui a lié le fonds de réserve au budget annuel de l'université par un processus rationnel et en constante adaptation. Ce code de répartition fonctionne, et est de plus en plus largement adopté par d'autres (le fonds de réserve de Yale fournit actuellement 20 % du budget annuel de

l'université). Enfin, avec son collègue et futur doyen Bill Brainard, Jim Tobin a recommandé David Swensen à l'administration de Yale et convaincu ce dernier d'abandonner sa carrière prometteuse à Wall Street pour prendre en charge la gestion du fonds de réserve de Yale. Cela a conduit Swensen à concevoir l'architecture du portefeuille global, à fixer des objectifs d'investissement et des règles propres à chaque composante, puis à sélectionner et superviser des dizaines de gestionnaires de fonds ayant pour tâche d'appliquer les stratégies d'investissement du fonds de réserve.

Le fonds de réserve de Yale s'élevait à un peu plus d'un milliard de dollars lorsque David Swensen arriva en 1985 ; il s'élève maintenant à plus 7 milliards. Durant les quinze années qui s'écoulèrent entre-temps, au sein d'une structure de portefeuille au risque rigoureusement contrôlé qui comprenait très peu d'obligations, faisait massivement appel aux gestionnaires externes et, pendant le marché actions haussier le plus long et le plus puissant de l'histoire américaine, a été délibérément et fortement sous-investie en actions cotées américaines, David Swensen et son équipe ont réalisé sur le fonds de réserve de Yale une performance annualisée supérieure à celle de 96 % des fonds de réserve, et supérieure à celle de 98 % de l'ensemble des fonds institutionnels tels que les fonds de pension.

L'intérêt du public se porte naturellement sur les excellents résultats de David Swensen. Les observateurs citent habituellement la structure non conventionnelle du portefeuille et les rendements exceptionnels obtenus, mais perdent de vue la pertinence des systèmes de contrôle à court et à long terme utilisés pour éviter, réduire et gérer le risque.

Ceux qui sont plus proches de Yale reconnaissent que la structure de contrôle de risque du portefeuille global et la discipline constante de David Swensen ont permis au fonds de réserve de fournir de plus en plus de liquidités au programme pédagogique de Yale. Le fonds de réserve de Yale ne s'est pas contenté de croître à merveille en valeur, mais a également donné la possibilité à l'administration de Yale d'augmenter avec prudence son niveau de dépenses annuel à deux reprises grâce à la force et à la résilience structurelles de son portefeuille. Pour tout dire, l'afflux de liquidités provenant chaque année du fonds de réserve vers l'université durant les quinze années de gestion de Swensen, est passé de 45 à 280 millions de dollars.

Le timing ne pouvait être meilleur : Yale est en train de vivre une formidable renaissance sous la direction éclairée de son président Richard C. Levin et de ses extraordinaires collègues. Et comme le savaient si bien les Médicis, toute renaissance est coûteuse.

La plupart des grandes institutions culturelles et d'enseignement occidentales (universités, lycées, bibliothèques, musées et fondations) dépendent, à des degrés divers, de leurs fonds de réserve et des rendements qu'ils produisent. Habituellement,

la différence entre « médiocre » et « excellent » constitue la marge de solidité comptable que seul un fonds de réserve peut assurer. En ce sens, notre société dépend de ces fonds, qui permettent aux institutions de se développer avec panache. L'excellence de Yale en termes de gestion du fonds de réserve (excellence que Yale partage bien volontiers avec Harvard, Princeton et Stanford) dépasse donc les limites du campus de l'université ou de sa communauté.

À Yale, l'extraordinaire gestion du fonds de réserve a généré l'apport de liquidités supplémentaires qui a permis au président Richard Levin et à son administration de garantir les admissions sans penser un seul instant à l'aspect financier, et d'être les premiers à avoir limité l'augmentation annuelle des frais d'étude. Ces choix contribuent de façon importante au fait que Yale soit un lieu de haute qualité où nos futurs dirigeants peuvent étudier et mûrir. Et, à la manière d'un « cercle vertueux », des étudiants motivés attirent, stimulent et incitent des professeurs hors pair à venir enseigner à Yale. Lorsque Yale a battu un record en levant 1,7 milliards de dollars pour soutenir sa mission pédagogique, les anciens élèves et les amis de l'université furent de toute évidence encouragés à se montrer particulièrement généreux par l'historique de performance de la gestion du fonds de réserve.

Ces conséquences lourdes de poids sur le long terme sont très visiblement importantes pour David Swensen et son équipe, mais il n'en reste pas moins que leur travail réel se situe dans le quotidien. Ils rencontrent régulièrement la centaine de gestionnaires externes actuels, analysent une quantité considérable de propositions d'investissement, mènent des enquêtes approfondies sur des armées entières de nouveaux gestionnaires, examinent la performance de chaque gestionnaire engagé par rapport aux attentes, et entreprennent des simulations de Monte Carlo afin d'éprouver la solidité du portefeuille sous la pression de différents scénarii de marché, et d'anticiper l'impact probable de risques prévisibles autant qu'imprévisibles. Ce processus rigoureux de gestion opérationnelle permet à Yale de respecter ses engagements à long terme à travers les ruptures de tendances des marchés, par une conception attentive aux détails et sainement réfléchie. La clarté des règles d'investissement permet également à Yale d'agir avec rapidité et audace pour saisir les opportunités qui se présentent.

Le cadre opérationnel à l'intérieur duquel David Swensen et son équipe travaillent chaque jour est le descendant direct d'un cadre conceptuel originaire de Yale (ainsi que de Stanford, du MIT et de Chicago) qui devint connu sous le nom de « Théorie Moderne de la Gestion de Portefeuille ». Ce cadre conceptuel, traduit en règles d'investissement rigoureusement définies, apporte au portefeuille sa force structurelle et sa régularité de performance à travers le temps et les turbulences des marchés. La discipline qui permet de prendre des centaines de décisions quotidiennes

dans la réalité des marchés afin de convertir ce cadre conceptuel en un portefeuille très étendu qui tienne les promesses de la théorie, s'intitule l'approche « bottom-up », complémentaire du concept et de la théorie « top-down ». Rien n'est plus inutile qu'une théorie académique qu'on n'applique pas. À l'inverse, rien n'est plus pratique qu'une théorie qui fonctionne correctement. À Yale, comme continuent de le démontrer David Swensen et son équipe, la théorie fonctionne très bien.

L'un des nombreux points qui distinguent Yale des autres grandes universités est le processus de prise de décision traditionnellement collégial. Ainsi, David Swensen n'est pas seul : il est entouré d'un comité de conseillers et d'experts avec qui il collabore étroitement et, sur le campus, il fait partie du célèbre gratin décisionnel. Une personnalité affable et chaleureuse et un esprit de haut niveau constituent une aide formidable, mais pourraient s'avérer insuffisants pour travailler avec succès dans un comité de bénévoles brillants et bien informés qui savent discerner avec perspicacité. Dans la gestion de ses différentes fonctions, David Swensen est parfait.

L'un des secrets de la réussite de Yale a été la capacité de David Swensen à orienter le comité vers la gouvernance, et non simplement sur la gestion de l'investissement. Les facteurs qui y contribuent sont : la sélection de membres du comité expérimentés, durs à la tâche et à la personnalité agréable ; une information étendue de l'enquête approfondie consacrée à la préparation de toute décision d'investissement ; et un accord total sur la cohérence et le raisonnement sous-tendant les règles d'investissement au sein desquelles chaque décision particulière va être prise. Le résultat est que le comité d'investissement tout entier est toujours conceptuellement aligné sur le cadre réglementaire global avant d'envisager de prendre des décisions de gestion spécifiques. Cela pose les bases d'une prise de décision adéquate de la part d'individus déterminés à contribuer positivement. Bien sûr, de bons résultats et une adhésion rigoureuse à des règles acceptées et clairement formulées constituent également une aide précieuse. Mais le facteur décisif est la grande confiance que David Swensen a gagnée par sa fidélité permanente aux objectifs, sa rationalité intransigeante et sa capacité à discuter ouvertement et en profondeur toutes les décisions d'investissement avec son personnel, avec les gestionnaires externes et avec les membres du comité.

Originaire de Norvège, Swensen est un homme possédant un sens profond de sa mission de service. Personnellement modeste, à la manière scandinave, il se montre fréquemment enthousiaste en ce qui concerne les réalisations d'autrui, particulièrement les gestionnaires de fonds. Il donne un cours préparatoire très populaire sur l'investissement, et anime un séminaire rigoureux sur le même sujet à l'École de Management de Yale. Il vit selon les deux aspects qui font un homme de principes : d'un côté, il tient à consacrer du temps à ses enfants et aux membres de son personnel (ainsi qu'à son amitié intime avec des mentors tels que Jim Tobin) et,

d'autre part, il insiste avec une certaine raideur sur la nécessaire intégrité des gestionnaires et des investissements auxquels Yale participe. Il est significatif de constater que sa « boussole morale » lui a permis de discerner et de prendre des décisions d'investissement originales qui se sont avérées bénéfiques pour l'université.

Enfin, David Swensen se fait un plaisir de travailler aux investissements de Yale, recrutant une équipe de jeunes diplômés de Yale au talent exceptionnel qui, pour leur premier emploi, se trouvent confrontés d'emblée au monde de l'investissement, aux responsabilités inhérentes aux enquêtes, aux analyses et aux décisions, et à un travail d'équipe exemplaire en collaboration très étroite. Les « anciens élèves » de David Swensen sont partis occuper des postes importants de gestion de fonds de réserve dans les fondations Carnegie et Rockefeller, ainsi qu'aux universités de Duke et de Princeton. Comme Churchill le faisait observer : « Les gens aiment beaucoup gagner ». En partageant les joies de la victoire et la discipline indispensable au maintien de performances exceptionnelles, David Swensen infuse tout le processus d'investissement d'un sens aigu de la mission qui consiste à permettre à l'université de Yale, à ses étudiants et à son administration de briguer le plus haut accomplissement.

David Swensen était réticent à écrire ce livre lorsque l'idée lui a été proposée pour la première fois. Son raisonnement d'alors illustre la remarquable intégrité de cet homme. Tout d'abord, il s'inquiétait que cet écrit attire l'attention sur sa propre personne plutôt que sur son équipe, particulièrement son collègue de longue date et ami Dean Takahashi. Il s'inquiétait également qu'un « manuel d'instructions » fasse paraître tout cela comme étant « très facile ». Il redoutait que des institutions (surtout celles qui possédaient des fonds de réserve moins importants) soient attirées par les résultats impressionnants obtenus ces dernières années par Yale, mais ne possèdent pas les ressources humaines ou la structure interne et la discipline exigées pour tenir leurs engagements dans les marchés chahutés qu'elles ne manqueraient pas de rencontrer à l'avenir. Il sait mieux que tout autre à quel point un engagement soutenu est nécessaire à la réussite d'une structure de portefeuille s'éloignant des sentiers battus.

Heureusement, David Swensen était persuadé d'aller de l'avant avec ce livre. Il a beaucoup de choses à nous montrer, et nous avons beaucoup à apprendre de ce partage des leçons enseignées par son expérience.

Considérez ceci : au-delà des rendements sur investissement engrangés par le fonds de réserve américain moyen, les résultats obtenus par David Swensen et son équipe ont ajouté plus de 2 milliards de dollars au fonds de réserve de Yale et plus de 100 millions à son dernier budget annuel. Combien peuvent aspirer à contribuer aussi brillamment à une institution de premier ordre comme le fait David Swensen dans son travail à forte valeur ajoutée pour Yale ?

Charles D. Ellis

1
Introduction

Lorsque j'ai écrit l'introduction à la première édition de cet ouvrage, début 1999, la stratégie originale d'investissement de Yale avait produit d'excellents résultats, aussi bien en termes relatifs qu'absolus, mais n'avait pas encore subi l'épreuve de conditions de marché adverses. Le rendement annualisé du fonds de réserve pendant la dizaine d'années se terminant le 30 juin 1998 s'élevait à 15,5 % par an, soit plus de trois points de moins que l'indice S&P 500, dont le rendement avait été de 18,6 % sur la même période. Cette sous-performance par rapport aux actions américaines qui culminaient alors au sommet de leur performance historique, fournissait aux détracteurs l'occasion de remettre en question la sagesse consistant à entreprendre la tâche ardue de créer un portefeuille largement diversifié.

Les années qui ont suivi la publication de la première édition de cet ouvrage ont prouvé la valeur de l'allocation d'actifs innovante de Yale. La poursuite du marché haussier en 1999 et au début de l'an 2000 a généré des résultats formidables pour Yale, atteignant 41 % de rendement pour l'année se terminant le 30 juin 2000, un résultat qui tranchait sur le rendement moyen de 13 % du fonds de réserve. Mais le vrai test pour l'approche de Yale eut lieu en 2001 et 2002, quand la bulle spéculative des valeurs internet et des actifs cotés éclata. Yale a annoncé des rendements positifs de 9,2 % en 2001 et de 0,7 % en 2002, alors que la moyenne des fonds de réserve américains affichait des pertes de respectivement 3,6 % et 6 %. Pour résumer, l'orientation sur les actions a continué à produire des résultats solides pour Yale, et la diversification des actifs a joué son rôle de préservation des capitaux de l'Université.

Du point de vue du marché, notre situation en ce début de l'année 2008 diffère considérablement de celle du début de l'année 1999. Pour les dix ans se terminant le 30 juin 2007, le rendement de 17,8 % l'an obtenu par Yale dépasse de très loin les 7,1 % du S&P 500. Les résultats sur vingt ans vont également dans ce sens, les

15,6 % par an obtenus par Yale dominant les 10,8 % du S&P 500. En fait, la réussite manifeste de Yale a attiré l'attention de nombreux investisseurs, faisant passer la stratégie de l'Université pour moins radicale et plus sensée, moins innovante et plus banale qu'elle ne l'était en réalité.

En dépit de multiples imitations de sa philosophie de gestion de portefeuille, l'Université de Yale a publié des rendements étonnants par rapport à ceux de ses consoeurs. Pour l'année se terminant le 30 juin 2007, Yale a publié un rendement de 28 % qui a dépassé celui de toutes les institutions d'enseignement ayant participé à l'*Annual Analysis of College and University Pool Returns* réalisée par Cambridge Associates. Plus significatif encore, les résultats de Yale ont devancé le peloton des autres sur cinq, dix et vingt ans. La gestion de portefeuille innovante de Yale fonctionne donc en théorie et en pratique.

La mesure la plus importante du succès de la gestion du fonds de réserve de Yale réside dans sa capacité à soutenir la mission pédagogique de l'Université. Lorsque je suis arrivé à Yale en 1985, le fonds de réserve contribuait pour 45 millions de dollars au budget de l'Université, soit 10 % des revenus de celle-ci, ce qui était la contribution la plus basse du siècle. Pour l'année fiscale 2009, en grande partie grâce à des rendements d'investissement extraordinaires, le fonds de réserve va contribuer au budget de l'Université à hauteur d'environ 1 150 millions de dollars, soit près de 45 % de ses revenus. Une gestion de qualité fait toute la différence !

Les institutions par rapport aux particuliers

Quand j'ai écrit mon second livre, *Unconventional Success*[1], j'ai défini son message comme « un cadre d'investissement intelligent pour les particuliers », par opposition à la dimension institutionnelle de *La Gestion de Portefeuilles institutionnels*. Mais je me suis trompé dans la définition de mon lectorat. En fait, j'en suis venu à penser que la distinction la plus importante dans le monde de l'investissement n'est pas la séparation entre particuliers et institutions, mais celle qui existe entre les investisseurs qui ont la capacité de prendre les meilleures décisions dans le cadre d'une gestion active et ceux qui ne possèdent pas d'expertise dans ce domaine. Peu d'institutions (et peu d'individus) démontrent cette capacité et engagent les ressources nécessaires à la production de rendements ajustés au risque exceptionnels.

---

1. *Unconventional Success A Fundamental Approach to Personal Investment*, Free Press, 2005.

Les stratégies adaptées aux investisseurs possédant une expertise en termes de gestion active se trouvent à l'opposé du spectre des approches qui conviennent aux investisseurs qui n'ont pas de talent pour ce mode de gestion. Mis à part le fait évident que les gestionnaires actifs compétents ont la possibilité de générer des rendements supérieurs au marché dans les catégories traditionnelles d'actifs que sont les actions américaines ou étrangères, les plus doués d'entre eux parviennent à constituer des portefeuilles à risque faible et aux rendements élevés dans les catégories alternatives d'actifs que sont les placements recherchant une performance absolue[1], le marché immobilier et les entreprises non cotées. En gestion active, seuls les investisseurs talentueux appliquent des stratégies gagnantes, aussi bien avec les catégories traditionnelles d'actifs qu'avec des allocations de portefeuille tournées vers les catégories d'actifs non traditionnelles.

Il n'y a pas de demi-mesure. Comme je l'ai souligné dans *Unconventional Success,* les stratégies passives à faible coût conviennent à l'immense majorité des individus et des institutions qui n'ont pas le temps, les ressources ou la capacité de prendre les meilleures décisions dans un contexte de gestion active. Le cadre conceptuel développé dans *La gestion de Portefeuilles institutionnels* n'est donc destiné qu'à un petit nombre d'investisseurs possédant les ressources et le tempérament leur permettant de se fixer comme objectif d'atteindre des rendements ajustés au risque exceptionnels.

Le monde de la gestion des fonds de réserve

L'activité fascinante de la gestion des fonds de réserve capte l'énergie et l'imagination de nombreux individus talentueux qui se consacrent au service de capitaux institutionnels. Investir sur une durée mesurée en siècles avec l'objectif de soutenir la mission pédagogique et les recherches des *colleges*[2] et universités de notre société est un défi qui mobilise l'engagement total des émotions et de l'intellect.

En plus de l'attractivité des objectifs humanistes que le fonds de réserve est chargé de servir, le métier d'investisseur comporte son propre éventail de stimulations. Peuplé d'individus exceptionnellement doués et motivés, le domaine de la gestion de fonds propose une quantité presque illimitée de produits dont seuls quelques-uns

1. Nous rendons par « performance absolue » l'expression *absolute return* qui qualifie une classe alternative d'actifs se distinguant par l'absence de lien à tout indice de référence (NdT).
2. Les *colleges* américains correspondent au premier cycle universitaire (NdT).

servent en fait les intérêts des intermédiaires financiers. Découvrir cette poignée de pépites au sein de tonnes de déchets minéraux constitue donc une activité intellectuellement stimulante pour les gestionnaires de portefeuilles de fonds de réserve.

La base de connaissances qui sous-tend utilement les décisions d'investissement ne connaît pas de frontières. Une compréhension profonde de la psychologie humaine, une étude rationnelle des théories financières, une conscience claire des processus historiques et le plus large accès possible aux questions d'actualité sont autant de facteurs qui contribuent au développement de stratégies de portefeuille pertinentes. Beaucoup de professionnels de haut niveau avouent qu'ils travailleraient gratuitement dans cette activité totalement fascinante qu'est la gestion de capitaux.

Le livre commence par dépeindre les grandes lignes de la gestion d'un fonds de réserve, étudiant la raison d'être de ces fonds et examinant les objectifs des portefeuilles institutionnels. La formulation d'une philosophie d'investissement fournit les idées sous-jacentes au développement d'une stratégie d'allocation d'actifs, c'est-à-dire aux décisions fondamentales concernant la part du portefeuille consacrée à chaque catégorie de produits financiers.

Après avoir établi un cadre pour la construction du portefeuille, le livre analyse les détails pratiques de l'application d'un programme d'investissement réussi. L'étude des problèmes qui accompagnent la gestion d'un portefeuille permet d'examiner les situations dans lesquelles les frictions de la réalité concrète pourraient empêcher la réalisation des objectifs de gestion. Les chapitres concernant les catégories d'actifs traditionnelles et alternatives donnent un aperçu sur les caractéristiques de l'investissement et les opportunités qui s'ouvrent à la gestion active. Ils sont suivis par une mise en exergue des problèmes inhérents à la gestion des différentes catégories d'actifs. Le livre se termine par des réflexions sur la structuration d'un processus de prise de décision efficace.

La linéarité inévitable de l'exposition du processus d'investissement cache la complexité du défi que constitue la gestion d'un portefeuille. Par exemple, l'allocation d'actifs repose sur la combinaison d'une évaluation *top-down* des caractéristiques de chaque catégorie d'actifs et d'une évaluation *bottom-up* des opportunités présentes dans chaque catégorie. Comme les projections quantitatives de rendement, de risque et de corrélation ne traduisent qu'un aspect du tableau, les investisseurs de haut niveau complètent ce panorama statistique par une connaissance approfondie de chaque type d'investissement. Puisque les résultats de l'approche *bottom-up* des opportunités d'investissement fournissent des informations importantes pour l'évaluation de l'attractivité d'une catégorie d'actifs, les investisseurs efficaces considèrent à la fois les facteurs *top-down* et *bottom-up* lorsqu'ils évaluent les différentes alternatives de construction d'un portefeuille. En commençant par l'analyse des

grandes questions concernant le cadre d'allocation des actifs puis en traitant des sujets en rapport avec la gestion de portefeuilles d'investissement spécifiques, ce livre suit une progression limpide du macro au micro, ignorant par là-même la simultanéité complexe du processus de gestion de capitaux.

Un cadre d'investissement rigoureux

Trois thèmes affleurent régulièrement dans ce livre. Le premier est centré sur l'importance d'agir dans un cadre analytique rigoureux, appliqué avec discipline et sous-tendu par une étude approfondie des opportunités spécifiques. Lorsque l'on a affaire à tout l'éventail des décisions possibles d'investissement, depuis les grandes lignes de l'allocation d'actifs jusqu'à la sélection précise et documentée de tel ou tel outil financier, la réussite exige que l'on tienne fermement des positions rendues parfois inconfortables par leur divergence avec l'opinion commune. Des engagements banals conduisent à des revers tout aussi banals, exposant les gestionnaires de portefeuilles à ces turbulences destructrices de capital qui consistent à acheter au plus haut et à vendre au plus bas. Seule la confiance générée par un processus de décision solide permet aux investisseurs de vendre lors des excès d'enthousiasme et d'acheter lorsque que tout le monde a perdu espoir.

Etablir un cadre analytique rigoureux exige un examen pointilleux des défis rencontrés par l'institution dans le domaine de l'investissement, évalués dans le contexte des caractéristiques spécifiques de l'organisation en question. Trop souvent, les investisseurs ne tiennent pas compte des besoins particuliers d'une institution en termes de règles d'investissement, et choisissent d'adopter une structure de portefeuille semblable à celle d'institutions comparables. Dans d'autres cas, lors de l'évaluation de stratégies d'investissement particulières, les investisseurs s'engagent sur des supports d'investissement parce que ceux-ci ont attiré d'autres investisseurs de renom, et non à cause de leurs mérites. Suivre les autres peut conduire à une exposition des capitaux à un risque substantiel.

L'application rigoureuse des décisions d'investissement garantit en revanche aux investisseurs qui les prennent de bénéficier des avantages et de supporter les coûts associés aux règles d'investissement adoptées par l'institution concernée. Beaucoup d'activités importantes dans le domaine de l'investissement exigent une attention soutenue, mais le respect des objectifs en termes d'allocation d'actifs est l'une des plus essentielles. Beaucoup trop d'investisseurs dépensent en effet des quantités pharamineuses de temps et d'énergie à mettre au point des règles de construction

de portefeuille qu'ils laissent ensuite dériver au gré des caprices du marché, une fois leurs actifs distribués. Le processus de rééquilibrage exige alors une bonne dose d'activité puisque cela nécessite d'acheter et de vendre constamment afin de recentrer sur leur objectif les différentes catégories d'actifs sur ou sous-pondérées. Sans un respect rigoureux des objectifs et des règles, les gestionnaires ne parviennent pas à réaliser un portefeuille dont les caractéristiques correspondent à l'institution concernée.

Le fait de prendre des décisions fondées sur une analyse approfondie constitue le fondement de la mise en œuvre d'un programme d'investissement solide. La nature extrêmement compétitive de la gestion de capitaux vient de la prédominance en son sein des jeux à somme nulle : ce qui est gagné par les uns est perdu par les autres. Des décisions soigneusement réfléchies constituent donc la seule base intelligente pour des activités d'investissement profitables, allant du choix des règles générales aux paris ponctuels qui consistent à sélectionner tel ou tel instrument financier.

Le problème des intermédiaires

Un deuxième thème concerne l'importance des problèmes rencontrés avec les intermédiaires financiers, qui interfèrent avec la poursuite des objectifs de l'institution. Presque chaque aspect de la gestion de capitaux souffre de décisions prises dans l'intérêt exclusif des intermédiaires, au détriment de l'intérêt de leurs clients. Cela va des conseillers qui tentent d'influencer le comité d'investissement durant leur mandat, aux membres du personnel recherchant avant tout la sécurité de leur emploi, en passant par les gestionnaires de portefeuille préférant des primes de rendement régulières à la performance de l'investissement et les chefs d'entreprise détournant les fonds pour leur usage personnel. Les divergences d'intérêt entre les détenteurs des capitaux et ceux qui sont chargés d'en assurer la gestion génèrent des distorsions potentiellement coûteuses entre ce qui aurait dû être fait et ce qui est fait en réalité.

La divergence entre les objectifs des fonds et le comportement des intermédiaires financiers pose des problèmes jusqu'au plus haut niveau de gouvernance, conduisant à l'incapacité de servir les intérêts d'un fonds de réserve destiné à exister sans limite de temps. Les individus cherchent une gratification immédiate, ce qui les mène à donner trop d'importance à des actifs financiers dont ils attendent un rendement à relativement court terme. Dans le même temps, les intermédiaires espèrent retenir les fonds de leurs clients en évitant toute controverse, et se limitent à des idées d'investissement conventionnelles. En opérant dans le sens du courant général institutionnel à court terme, et en saisissant des opportunités d'investissement acceptables

par tous, les membres du comité et du personnel assurent un résultat banal mais passent à côté de paris contrariens potentiellement plus rémunérateurs à long terme.

Les relations avec les gestionnaires externes fournissent quant à elles un terrain fertile en conflits d'intérêt. Les institutions recherchent des investissements à hauts rendements ajustés au risque, alors que les gestionnaires externes recherchent des flux stables et substantiels de commissions. Des conflits surgissent donc inévitablement, car les opportunités d'investissement les plus attractives ne sont pas celles qui génèrent des rendements stables et prévisibles. Afin de créer des flux de rémunération plus sûrs, les sociétés de gestion collectent souvent trop de capitaux, suivent des stratégies de portefeuille collant aux indices, et diluent leurs efforts de gestion sur une quantité considérable de supports d'investissement différents. Comme les intermédiaires financiers tentent de réduire les conflits avec les conseillers d'investissement en créant des arrangements financiers intéressants pour eux, les intérêts des conseillers divergent de ceux des apporteurs de capitaux, même dans les structures de négociation les mieux pensées.

La plupart des catégories d'actifs comprennent des supports d'investissement qui induisent un certain niveau de risque, les obligations du secteur privé représentant un cas extrême dans la mesure où des problèmes structurels les rendent désespérément impropres à la construction d'un portefeuille. Les intérêts des actionnaires, auxquels la direction de l'entreprise s'identifie généralement, divergent si spectaculairement des objectifs des détenteurs d'obligations que les prêteurs doivent s'attendre à se retrouver lésés presque à chaque fois qu'un conflit d'intérêt éclate. Mais même dans les holdings, où les dirigeants n'ont que peu d'intérêts communs avec les actionnaires externes, des problèmes contingents génèrent des oppositions entre les deux catégories d'acteurs économiques. Dans tous les types d'entreprises, publiques ou privées, les dirigeants, au moins occasionnellement, poursuivent des activités leur apportant un bénéfice strictement personnel et nuisant directement aux intérêts des actionnaires. Pour pallier le problème, les investisseurs recherchent des dirigeants centrés sur les intérêts des actionnaires, et évitent les entreprises considérées comme des tirelires par les individus qui en ont la charge.

Chaque aspect du processus d'investissement contient des possibilités de conflit bien réelles entre les intérêts des capitaux de l'institution et ceux des intermédiaires engagés pour gérer les actifs du portefeuille. La conscience de l'étendue et de la gravité des problèmes liés aux intermédiaires constitue à cet égard la première ligne de défense des gestionnaires de fonds. En adoptant une position de scepticisme *a priori* pour évaluer chaque participant impliqué dans les activités d'investissement, les gestionnaires augmentent la probabilité d'éviter ou de réduire les conflits les plus sérieux entre intermédiaires et propriétaires des fonds.

Les difficultés de la gestion active

Le troisième thème décrit les difficultés d'une gestion de portefeuille qui exploite les irrégularités de prix sur les marchés. Les *market timers*, aussi bien que les sélectionneurs de véhicules /supports/ d'investissement, sont confrontés à un environnement intensément concurrentiel au sein duquel la majorité des participants échoue. L'efficience de la cotation des valeurs négociables pose d'énormes problèmes aux investisseurs poursuivant des stratégies de gestion active.

Bien que les marchés sans liquidité offrent un éventail plus large de véhicules aux cotations erronées, les investisseurs en valeurs non cotées ne s'en tirent qu'un tout petit peu mieux que ceux qui opèrent sur les valeurs cotées, car les commissions exorbitantes habituellement exigées par les fonds de participations privées garantissent presque l'obtention de médiocres résultats ajustés au risque. Les stratégies de gestion active, sur les marchés publics comme privés, échouent en général à satisfaire l'attente des investisseurs.

En dépit des obstacles qui empêchent la réussite d'une gestion active, la majorité écrasante des participants aux marchés financiers choisit de jouer le rôle du perdant en se risquant à la pratiquer. De la même façon que tous les habitants de Lake Wobegon croient que leurs enfants sont doués bien au-dessus de la moyenne, presque tous les investisseurs croient que leurs stratégies de gestion active vont produire d'excellents résultats. Mais la dure réalité du jeu à somme nulle enseigne que, dans l'ensemble, les gestionnaires actifs abandonnent au marché les sommes nécessaires au paiement des frais de gestion, des commissions sur les transactions et des écarts de prix imposés par les teneurs de marchés. Et la part de gâteau que s'arrogent les professionnels de Wall Street correspond aux contre-performances subies par les apprentis traders.

Les ressources humaines qu'exige la constitution de portefeuilles ayant de bonnes chances d'obtenir des rendements supérieurs, sont un autre obstacle sur le chemin des institutions qui s'intéressent aux stratégies de gestion active. Des investissements prometteurs n'apparaissent qu'après l'élimination de dizaines d'alternatives médiocres. Or, recruter et payer le personnel nécessaire à l'identification de ces opportunités exceptionnelles impose une charge trop lourde à accepter pour de nombreuses institutions. Quant au choix qui consiste à essayer de mener des stratégies actives sans en avoir les moyens, il met les capitaux en danger. Au final, les tentatives inadaptées de certains pour battre les marchés fournissent des liquidités aux organisations qui ont consacré les ressources nécessaires à la réussite de leur stratégie d'investissement.

Même avec un nombre conséquent de professionnels de haut niveau, les stratégies de gestion active exigent des institutions un comportement non conventionnel, créant ainsi une contradiction que très peu d'entre elles résolvent. Mettre en place et entretenir un profil d'investissement non conventionnel exige d'accepter des portefeuilles dont l'originalité est souvent inconfortable, et qui paraissent imprudents aux yeux de la sagesse conventionnelle. À moins qu'une institution ne conserve des positions contrariennes même dans des périodes difficiles, les dégâts causés par le fait d'acheter au plus haut et de vendre au plus bas feront subir à ses finances et à sa réputation de sévères dommages.

Même si les leçons d'investissement contenues dans ce livre restent centrées sur les difficultés et les avantages de la gestion de fonds de réserve, elles abordent des questions pertinentes pour tous les acteurs des marchés financiers. Le plus important étant peut-être que les lecteurs puissent développer une compréhension des extraordinaires exigences imposées par les stratégies de gestion active. Une autoévaluation rigoureuse conduit à séparer ceux qui ont les qualités nécessaires à l'application d'une gestion active de ceux qui ne les ont pas, augmentant pour tous les chances de réussir en comprenant mieux les activités à éviter et celles qu'il est souhaitable de mener.

Au-delà de la possibilité pragmatique d'améliorer leurs résultats financiers, les étudiants en finance pourraient prendre plaisir à explorer les processus intellectuels sous-jacents à la gestion de fonds institutionnels importants. Comme les gestionnaires de fonds opèrent dans un environnement qui exige la connaissance d'outils allant des technologies financières modernes aux sciences comportementales, les questions concernant la gestion de fonds couvrent un éventail impressionnant de disciplines, fournissant un matériel intéressant à un large groupe d'observateurs des marchés.

2

Les objectifs d'un fonds de réserve

Les institutions accumulent des réserves financières pour un certain nombre de raisons. Un niveau significatif de réserve affecté aux dépenses opérationnelles d'une université accroît son autonomie et lui fournit une source indépendante de revenus, réduisant ainsi sa dépendance aux subventions gouvernementales, aux cotisations des étudiants et aux donations des anciens élèves. La stabilité financière augmente avec le niveau de rendements réguliers du fonds de réserve, facilitant la planification à long terme et accroissant la puissance institutionnelle. Enfin, comme les *colleges* et les universités ont tendance à facturer des frais d'inscription étonnamment similaires, les institutions disposant d'un fonds plus conséquent jouissent d'un flux de revenus plus élevé, ce qui leur donne les moyens de créer un environnement d'enseignement et de recherche de qualité supérieure.

Les institutions qui n'ont pas suffisamment de ressources financières internes permanentes couvrent leurs dépenses quotidiennes grâce à des financements dont les responsables exigent d'avoir leur mot à dire dans la gouvernance de l'organisation. Les subventions gouvernementales exposent les *colleges* et les universités à un déluge de réglementations concernant des questions très éloignées de l'objectif direct pour lequel ils reçoivent ce soutien financier. Les dons d'anciens élèves et d'amis sont souvent assortis d'exigences explicites ou implicites, dont certaines peuvent très bien ne pas correspondre aux aspirations de l'institution. Durant les premières années de vie d'une organisation, lorsque toute source de revenus supplémentaires peut faire la différence entre la survie et l'échec, les institutions sont particulièrement vulnérables aux exigences qui accompagnent les flux financiers provenant de l'extérieur.

Dans le cadre de leurs activités normales, les universités prennent fréquemment des engagements à long terme. Par exemple, la participation d'un membre du corps

enseignant à l'obtention d'une récompense officielle entraîne une charge financière de soutien de ses recherches qui peut s'étaler sur plusieurs décennies. Financer une telle charge dans la durée avec des ressources non pérennes expose l'institution (et l'individu concerné) au risque de rupture du flux de revenus. La nature permanente des fonds de réserve correspond en revanche parfaitement au caractère à long terme des engagements que nécessite la poursuite d'une distinction de renommée internationale.

Certains comités institutionnels envisagent néanmoins le fonds de réserve dans un horizon de court terme. En effet, aujourd'hui les étudiants préfèrent en général un niveau plus important de soutien, s'attendant à ce que des dépenses plus élevées se traduisent par un enseignement de meilleure qualité et moins coûteux pour eux. Les universitaires, eux, perçoivent les ressources financières comme un moyen de mettre en œuvre un éventail plus étendu d'activités pédagogiques, alors que les administratifs voient les flux de revenus supplémentaires comme une occasion de relâcher la contrainte astreignante de la discipline budgétaire. Certains donateurs suggèrent quant à eux d'augmenter la part prélevée sur le fonds de réserve afin de réduire les pressions associées à la collecte de fonds pour les dépenses courantes. Enfin, les conseillers en investissement sont confrontés à la tension irréductible entre le désir de soutenir les programmes pédagogiques actuels et l'obligation de préserver les capitaux pour les générations futures.

Les *colleges* et les universités font partie des institutions les plus anciennes de notre société. En se fixant l'objectif de remplir de façon indépendante une mission d'enseignement et d'éducation, les institutions d'enseignement contribuent énormément à l'amélioration de la qualité de la vie. À cet égard, les fonds de réserve participent à l'entreprise pédagogique en apportant aux institutions une plus grande indépendance, une stabilité financière accrue et les moyens de créer un surplus d'excellence.

RESTER INDÉPENDANT

L'accumulation de réserves contribue à l'autonomie de l'institution, car le fait de dépendre de sources irrégulières de revenus pour couvrir les dépenses courantes l'expose aux conditions qu'imposent les apporteurs de fonds. Par exemple, quand le gouvernement verse des subventions pour des projets spécifiques de recherche, les activités de l'université dans leur ensemble sont alors souvent soumises à des exigences et à des réglementations qui sont bien éloignées de l'activité bénéficiaire

des subsides. De la même manière, les *colleges* qui dépendent de donations pour leurs dépenses courantes observent que les bienfaiteurs exigent d'avoir leur mot à dire dans les activités de l'institution. Même les institutions pédagogiques qui dépendent lourdement des frais d'inscription peuvent se trouver contraintes par cette dépendance, par exemple en suivant les tendances et les modes actuelles afin d'attirer un nombre suffisant d'étudiants pour assurer leur financement. Plus une institution accroît ses besoins en termes de revenus, plus elle s'expose à un degré élevé d'influence externe.

Les établissements d'enseignement doivent bien sûr respecter les lois du gouvernement, et prendre en considération les souhaits des donateurs et des étudiants. Toutefois, à certains moments, de telles influences altèrent la capacité des dirigeants de l'institution à poursuivre des objectifs institutionnels bien pensés. L'accumulation de réserves permet en revanche aux établissements de rendre des comptes à leurs interlocuteurs sans pour autant en devenir les otages.

Les donateurs aux fonds de réserve assortissent leurs dons de restrictions significatives, stipulant que les fonds doivent fournir un soutien permanent à des objectifs clairement désignés. Occasionnellement, ces exigences entrent en conflit avec les objectifs de l'institution, comme ce pourrait être le cas lorsqu'un fonds soutient un domaine d'étude abandonné depuis longtemps par le corps enseignant. Mais, le plus souvent, les contributions au fonds sont destinées au financement d'activités qui se trouvent au cœur des aspirations de l'organisation, comme l'allocation de bourse d'études et la mission d'enseignement en général. Même si les donateurs exercent une influence considérable en précisant les conditions initiales de leur contribution au fonds, après l'apport des sommes d'argent, leur influence diminue.

Dépendre de sources de revenus à court terme exige donc des institutions qu'elles répondent à une combinaison de pressions explicites ou implicites. En revanche, les institutions qui jouissent d'un flux de revenus stable provenant des rendements du fonds de réserve ont une plus grande chance de conserver leur indépendance par rapport aux pressions externes. L'apport du fonds de réserve au financement du budget opérationnel favorise la liberté académique et permet une gouvernance indépendante.

Yale et le Connecticut

La survie de la toute nouvelle Université de Yale au début du XVIII^{e} siècle a dépendu du soutien législatif et financier de la Colonie du Connecticut. En octobre 1701, l'Assemblée Générale de la Colonie du Connecticut approuva la proposition mise en avant par cinq ministres du Connecticut de créer un collège « où la jeunesse puisse être instruite dans les Arts et les Sciences qui, avec la béné-

diction du Dieu tout-puissant, pourvoiront à l'emploi public aussi bien au service de l'Église que de l'État ». Le soutien à Yale inclut le don de terrains, des subventions exceptionnelles pour la construction ou la réparation des bâtiments du collège, l'autorisation d'organiser des loteries, une taxe spéciale prélevée sur le rhum, et l'exonération fiscale des professeurs, des dirigeants et des élèves. Brooks Mather Kelley, dans son ouvrage *Yale, A History*, estime que « tout au long du XVIII[e] siècle, la contribution du Connecticut s'est élevée à plus de la moitié de la totalité des dons effectués au collège »[1].

Il y eut un prix à payer pour le soutien de la Colonie. Par exemple, en 1755, l'Assemblée Générale vota le refus du soutien annuel à Yale, soi-disant à cause des dépenses dues à la guerre mais, en fait, en représailles d'une position controversée prise par le président de Yale, Monsieur Clapp, concernant le caractère religieux du collège. En 1792, en échange d'un soutien financier renouvelé, le gouverneur de la Colonie ainsi que le lieutenant-gouverneur et six législateurs devinrent membres du Conseil de Yale. La présence de représentants de l'État à la direction de Yale provoqua discordes et conflits, les désaccords allant de la foi religieuse en vigueur dans l'établissement aux droits de l'Assemblée Générale à intervenir dans les abus concernant la gestion du collège.

Des représentants de l'État ont siégé au Conseil de Yale jusqu'à la fin du soutien de la Colonie à Yale en 1871, qui s'est accompagnée de leur retrait[2]. Avec le remplacement des six législateurs par des membres élus par le conseil des anciens élèves de Yale, le contrôle des opérations revint au sein du collège. L'expérience de Yale reflétait les tendances nationales. Comme l'observa l'historien Frederick Rudolph : « Le partenariat avec les services publics, qui avait autrefois été essentiel aux *colleges* et inhérent aux responsabilités du gouvernement… [devint] fortuit ou… tomba tout simplement dans l'oubli ». Heureusement pour Yale, ce retrait du soutien de l'État fut remplacé par un soutien organisé des anciens élèves[3].

La nomination de représentants de l'État au conseil de direction de l'Université en échange d'un soutien financier, illustre de la manière la plus crue la perte de contrôle associée à la dépendance à des sources externes de financement. Bien que les presque quatre-vingts ans d'influence directe de l'État sur la gouvernance de Yale soient un cas extrême, des problèmes plus subtils d'influence extérieure continuent

---

1. Brooks Mather Kelley, *Yale: A History*, New Haven, Yale University Press, 1974.
2. Des représentants de l'État allaient continuer de siéger au Conseil de Yale, même si, par la suite, ils ne participeraient plus activement à la gestion de l'Université.
3. Merle Curti and Roderick Nash, *Philanthropy in the Shaping of American Higher Education*, New Brunswick, NJ., Rutgers University Press, 1965 ; Frederick Rudolph, *The American College and University: A History*, Athens, University of Georgia Press, 1962.

de mettre à l'épreuve la sagesse des conseillers actuels. Équilibrer l'exigence légitime des apporteurs de fonds à donner leur avis avec le besoin fondamental des institutions privées de conserver le contrôle final de leurs décisions pose aux responsables de la gestion d'organisations pédagogiques un défi difficile à relever.

Le soutien fédéral à la recherche universitaire

Les avantages et les dangers de la dépendance au soutien du gouvernement ont modelé les institutions éducatives privées tout au long de leur histoire. De nombreux universitaires expliquent la prédominance mondiale de la recherche universitaire américaine par l'afflux, dans les années 1960, de fonds d'État d'aide à la recherche. Toutefois, les coûts de ce soutien financier en termes de souplesse administrative des universités, devinrent douloureusement évidents dans les années 70.

Dans leur étude approfondie sur la recherche universitaire américaine, Hugh Graham et Nancy Diamond observent que le soutien du gouvernement fédéral à la recherche a entraîné « une implication accrue du Congrès, une accentuation de la recherche ciblée, et une tendance générale vers une régulation gouvernementale du secteur privé »[1]. À la fin des années 60 et au début des années 70, la réglementation fédérale sur les universités a mis lentement mais sûrement la main sur des sujets tels que l'embauche, la promotion et le licenciement du personnel (y compris enseignant), la recherche, les admissions, la gestion des déchets toxiques, les sujets de recherche sur l'humain et l'animal, l'accès aux handicapés, la gestion des salaires, les pensions de retraite et les avantages de toutes sortes, la gestion des espaces verts, les archives, les compétitions sportives, la collecte de fonds et, dans certains cas, les programmes pédagogiques[2].

Ce nouveau tissu de régulation fédérale s'accompagna de coûts accrus et d'un surcroît de bureaucratie pour les universités. Dans une plainte largement citée, le président de Harvard, Derek Bok, a démontré que le respect des réglementations fédérales avait coûté à l'Université soixante mille heures de travail et presque 8,3 millions de dollars au milieu des années 70. Une étude datant de 1980 mit en évidence que l'adaptation à la réglementation avait absorbé de 7 à 8 % du budget total des institutions[3].

---

1. Hugh Davis Graham and Nancy Diamond, *The Rise of American Research Universities*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1997.
2. *Ibid.*
3. Howard R. Bowen, *The Costs of Higher Education: How Much Do Colleges and Universities Spend per Student and How Much Should They Spend?*, New York, McGraw Hill, 1980. Voir également Graham and Diamond, *op cit.*, p. 97.

La réduction de l'autonomie administrative fait planer une menace importante sur la gouvernance des institutions. Dans son rapport 1974-1975, le président de Yale ? Kingman Brewster ? affirmait : « … L'expérience de ces dernières années nous alerte clairement sur le fait que la dépendance d'une quelconque université au soutien financier du gouvernement peut fort bien soumettre toute l'institution à des conditions et à des exigences ayant pour conséquence possible de saper la capacité des enseignants et des conseillers à modeler son destin ».

Lorsqu'une institution qui bénéficie d'un fonds de réserve solide accepte un soutien financier externe, la réponse aux exigences qui peuvent accompagner celui-ci pèse sans aucun doute sur les règles de l'institution. Mais cela n'implique en général aucune menace pour son intégrité. Plus le flux indépendant de ressources financières provenant du fonds de réserve est important, plus grande est la capacité d'une institution à éviter l'apport de fonds externes accompagnés d'exigences coûteuses, ou à négocier des changements visant à réduire les réglementations indésirables. Dans les cas où des organisations manquent de moyens indépendants suffisants, des apporteurs de fonds externes ont la possibilité de remodeler l'institution, menaçant d'altérer le caractère fondamental du *college* ou de l'université en question.

L'Université de Bridgeport

Au début des années 1990, des déboires financiers d'envergure ont contraint l'Université de Bridgeport à perdre son indépendance après un combat désespéré pour sa survie. D'un plus haut de 9 000 étudiants dans les années 70 à moins de 4 000 en 1991, un recrutement en déclin a créé un véritable traumatisme budgétaire, forçant l'Université à envisager des mesures radicales. En dépit de ses difficultés, l'Université de Bridgeport a refusé, en octobre 1991, une offre de 50 millions de dollars de la *Professors World Peace Academy*, une émanation de la secte Moon. Préférant conserver son indépendance, le conseil de l'Université prit la difficile décision de supprimer presque le tiers de son programme pédagogique, tout en sollicitant d'un juge qu'il autorise une ponction sur le fonds de réserve pour pouvoir faire face aux charges salariales.

Après avoir épuisé toutes ses ressources, en avril 1992, le conseil de l'Université fit machine arrière, cédant le contrôle de l'institution à la *Professors World Peace Academy* en échange d'un apport de plus de 50 millions de dollars sur cinq ans. Dès le moment où des membres du conseil affiliés à l'Église de l'Unification prirent son contrôle, l'Université, vieille de 65 ans, reçut une nouvelle mission, à savoir

servir à « la fondation d'un réseau mondial d'universités s'efforçant d'établir l'harmonie et la compréhension sur le plan international »[1].

Trois ans plus tard, le révérend Sun Myung Moon recevait un diplôme honorifique de l'Université de Bridgeport, qui le reconnaissait comme étant « un leader religieux et un homme aux pouvoirs spirituels authentiques »[2]. À cette occasion, Moon déclara être responsable de la chute du communisme et promit de résoudre les conflits du Moyen-Orient et de la Corée. Prétendant que « le monde entier avait tout fait pour l'éliminer », il affirma : « Aujourd'hui, je me tiens fermement debout au sommet du monde »[3]. Selon le *New York Times*, ce discours prouva à ses détracteurs que « cette université autrefois rigoureuse » avait vendu son indépendance contre une injection de capital de la part d'un « culte religieux à la mission messianique et prosélyte ».

La triste fin de l'Université de Bridgeport fut le résultat d'un certain nombre de facteurs ; cependant, un fonds de réserve plus conséquent aurait pu lui permettre de conserver son indépendance. Le manque de fondation financière stable a exposé l'Université à un changement déchirant, provoquant de nombreuses situations de détresse au sein d'instances importantes de l'institution.

Le soutien financier externe de *colleges* ou d'universités est fréquemment accompagné d'exigences destinées à influencer le comportement de l'institution. Dans des cas extrêmes, les agents extérieurs cherchent à modifier le caractère fondamental d'une organisation. Plus les fonds de réserve contribuent au financement des opérations courantes, plus grande est donc la capacité d'une institution à conserver sa ligne directrice.

APPORTER DE LA STABILITÉ

Les fonds de réserve contribuent à la stabilité opérationnelle en apportant des flux de ressources fiables aux budgets opérationnels. En revanche, les sources occasionnelles de financement fluctuent, peuvent se réduire ou même disparaître, à mesure que les directives gouvernementales changent, que la générosité des donateurs diminue ou que l'intérêt des étudiants décroît. En réduisant la variabilité des revenus

1. Denise LaVoie, "School Year Begins with New Unification Church Affiliation", *Associated Press*, 28 August 1992.
2. *New York Times*.
3. Joseph Berger, "University of Bridgeport Honors Reverend Moon, Fiscal Savior", *New York Times*, 8 September 1995.

des universités, les fonds de réserve améliorent la viabilité opérationnelle et favorisent la planification à long terme.

Yale et Josiah Willard Gibbs

L'histoire de Yale fourmille d'exemples de problèmes budgétaires dus à des revenus irréguliers. À de nombreuses occasions, l'Université s'est trouvée déficitaire, obligeant son administration à repousser la paye des salaires. Dans un exemple extrême, le « plus grand enseignant que Yale aie jamais produit ou embauché », Josiah Willard Gibbs, renommé pour ses recherches de pointe en physique et en ingénierie, fut appelé en 1871 à occuper sans salaire une chaire de professeur de physique et de mathématiques, ce qui n'indiquait « aucun manque d'estime pour Gibbs, mais plutôt la pauvreté de Yale ».

En 1880, les dirigeants de l'Université Johns Hopkins tentèrent de débaucher Gibbs en lui offrant un salaire 3 000 dollars. Mais le célèbre géologue et minéralogiste James Dwight Dana, alors professeur à Yale, convainquit son président, Noah Porter, d'offrir à Gibbs un salaire de 2 000 dollars en lui promettant une augmentation aussitôt que les fonds le permettraient. Dans une lettre à Gibbs, Dana implora le brillant professeur de rester fidèle à Yale : « … Je ne doute pas que Johns Hopkins désire jouir de votre renom et de vos services, ou que vous êtes enclin à accepter leur proposition, car rien n'a été fait pour rémunérer votre travail, et on ne voit ici aucun signe de progrès qui puisse encourager les professeurs et attirer les étudiants sérieux. Mais j'espère néanmoins que vous resterez parmi nous, et que quelque chose pourra être fait rapidement sous forme de dotation pour vous montrer que vos services sont réellement très appréciés… Johns Hopkins peut beaucoup mieux que nous s'en sortir sans votre présence »[1].

Gibbs se vit finalement attribué par Yale le prestigieux *Berkeley fellowship for postgraduate scholarship*, une allocation créée en 1731 par George Berkeley par la donation d'une ferme de 48 hectares à Newport, Rhode Island. Financée par les revenus de la ferme, cette bourse a soutenu certains des plus illustres diplômés de Yale dont Eleazer Wheelock, le premier président du Dartmouth College, et Eugène Schuyler, le premier américain titulaire d'un PhD.

Aujourd'hui, les chaires subventionnées servent surtout à honorer des membres éminents du corps enseignant, mais à l'époque de Gibbs, le soutien d'une telle dotation apportait à la fois prestige et sécurité financière. Ceci dit, même de nos

1. Lynde Phelps Wheeler, *Josiah Willard Gibbs*, New Haven, Yale University Press, 1951, 91–92.

jours, la crédibilité de la promesse d'une institution à fournir un soutien financier régulier crée un avantage compétitif important pour son recrutement et sa capacité à retenir les élites.

L'Université de Stanford

Les rendements du fonds de réserve servent parfois à fournir plus que la stabilité opérationnelle des dépenses annuelles. Durant des périodes de graves difficultés économiques, les institutions qui disposent d'un fonds solide utilisent les plus-values exceptionnelles pour tenir bon dans la tourmente, alors que celles dont les ressources régulières sont plus faibles sont plus directement confrontées aux conséquences des gros traumatismes financiers.

En 1991, Stanford a perdu une grande partie du soutien financier du gouvernement fédéral à cause d'une controverse portant sur une demande faite par l'Université à l'État de lui rembourser des surcoûts dus aux activités de recherche qu'il sponsorisait. Stanford aurait alors surfacturé le gouvernement, pour couvrir des charges écrasantes associées aux dépenses de fonctionnement du yacht de 22 mètres *Victoria*, à l'achat d'une commode italienne du XIX^e^ siècle en merisier, et à un séjour organisé au bord du Lac Tahoe pour les conseillers de l'Université[1]. Principalement à cause de l'impact régulier de ses litiges avec le gouvernement fédéral, l'Université a annoncé un déficit opérationnel de plus de 32,5 millions de dollars en 1992, représentant presque 3 % de ses revenus.

Confrontée à un déficit projeté de 125 millions sur trois ans, l'Université de Stanford chercha à financer les pertes prévues tout en appliquant des programmes de réduction des dépenses. Une composante essentielle du plan de financement impliquait d'augmenter les ponctions sur le fonds de réserve de 4,75 à 6,75 % en 1993 et 1994, et le déblocage progressif de 58 millions de dollars pour soutenir les dépenses opérationnelles pendant la période d'adaptation de Stanford à la nouvelle donne.

La combinaison de retraits accrus sur le fonds de réserve, de réduction des dépenses, et d'emprunts progressifs permit de redresser les finances de l'Université. En 1995, puisant dans son bénéfice opérationnel, Stanford abaissa les ponctions sur le fonds de réserve à 5,25 %, revenant presque « au taux habituel de 4,75 % »[2]. L'augmentation exceptionnelle du taux de prélèvement sur le fonds fournit un

1. Leonard Curry, "Congressional Hearing Puts Stanford Officials on Hot Seat", *The Orange County Register*, 14 March 1991.
2. L'augmentation de 0,5 % étant destinée à « soutenir la rénovation des bâtiments et infrastructures du campus ». *Cf. Stanford University Annual Financial Report*, 1995.

matelas pour couvrir les dépenses opérationnelles de Stanford, permettant à l'Université de faire face à une diminution soudaine et significative de subventions avec un minimum d'inconvénients.

Pourtant, l'utilisation de fonds permanents pour financer des besoins opérationnels a imposé à Stanford des coûts substantiels. Pendant les cinq années qui ont suivi l'augmentation exceptionnelle du taux de prélèvement sur le fonds de l'Université, de solides plus-values ont conduit à doubler la valeur de ses capitaux. Rétrospectivement, Stanford aurait certainement eu intérêt à utiliser plus d'emprunts externes à faible coût pour financer ses déficits budgétaires, et à maintenir son taux de prélèvement sur le fonds à son niveau historique de 4,75 %. Le fait de considérer leur impact à plus long terme renforce les réticences concernant des taux inhabituellement élevés de prélèvement sur les fonds de réserve..

Des rendements solides sur les réserves contribuent à la stabilité des institutions d'enseignement. Dans des conditions opérationnelles normales, des niveaux de réserve plus élevés améliorent la qualité des flux de revenus d'une organisation, lui permettant de se reposer davantage sur des ressources internes. En cas de stress financier exceptionnel, le capital du fonds fournit un matelas de sécurité, soit en autorisant des prélèvements exceptionnels importants, soit en servant de nantissement à des emprunts externes, offrant ainsi à l'institution la possibilité de surmonter des problèmes comptables inattendus. Un fonds de réserve substantiel crée donc un environnement budgétaire quotidien de qualité et accroît la capacité de l'institution à faire face à des traumatismes financiers exceptionnels.

CRÉER UNE RÉSERVE POUR L'EXCELLENCE

Les fonds produisent des ressources financières qui permettent à une institution de poser les bases d'un environnement pédagogique de meilleure qualité. Conséquemment, les rendements du fonds attirent de meilleurs professeurs, contribuent à l'amélioration du matériel et financent les recherches de pointe. Alors que les ressources financières ordinaires peinent à se traduire directement en termes d'excellence pédagogique, l'augmentation régulière du capital fournit au corps enseignant, à l'administration et aux conseillers les moyens de développer une institution éducative solide.

Les fonds de réserve et la qualité d'une institution

La taille du fonds de réserve est étroitement corrélée à la qualité de l'institution. Un sondage effectué auprès des principales universités dédiées à la recherche montre que les organisations les mieux financées par leur les rendements de leur fonds de réserve se trouvent mieux placées dans le classement national *U.S. News and World Report* des institutions d'enseignement[1]. Bien que ce classement soit une source de nombreuses controverses, la plupart des débats portent sur la place occupée par telle ou telle institution dans la liste. Le fait de diviser en quatre quarts les principales universités qui se consacrent à la recherche, élimine ce problème de classement en regroupant les institutions par catégories. Ce regroupement en quartiles montre une corrélation forte entre l'excellence et la taille des fonds de réserve.

Les universités publiques ne rentrent pas dans le cadre de l'étude car les questions d'ordre budgétaire des institutions subventionnées diffèrent beaucoup de celles des universités privées. Par exemple, les subventions gouvernementales jouent un plus grand rôle dans les institutions publiques que chez leurs homologues privées. Si les autorités publiques souhaitent soutenir fortement certaines institutions, l'évolution du rendement du fonds de réserve peut être neutralisée par celle du soutien financier de l'État. Des prélèvements élevés sur le fonds de réserve peuvent compenser de faibles subventions publiques, alors qu'un faible soutien du fonds peut entraîner une contribution plus élevée de l'État. Les institutions publiques sont confrontées à des problèmes d'investissement et de dépenses qui diffèrent fondamentalement de ceux des universités privées.

Les principales universités privées dédiées à la recherche perçoivent des flux de cotisations à tous points de vue similaires. En 2004, parmi les vingt premières du classement, les frais d'inscription des étudiants de licence vont de 19 670 à 32 265 dollars, un écart assez étroit. Si on élimine le plus haut et le plus bas, on obtient une fourchette de 24 117 à 29 910 dollars. Parmi les cinq premières institutions, les frais d'inscription tiennent dans une fourchette encore plus étroite, entre 28 400 et 29 910 dollars. La différence semble donc très faible, au moins en ce qui concerne le niveau affiché des frais d'inscription, entre les universités de premier rang.

Les grandes universités privées fonctionnent comme de grandes entreprises, avec des revenus, pour 2004, allant de 74 millions à 2,8 milliards de dollars, et une moyenne de 722 millions. Si l'on replace ces chiffres dans le monde de l'entreprise,

---

1. L'enquête, non publiée, sur le lien entre la taille des fonds de réserve des universités et la qualité de la recherche est fondée sur les travaux du Département des Investissements de Yale.

on s'aperçoit que onze des soixante-et-une institutions d'enseignement étudiées gèrent un budget suffisamment élevé pour les situer parmi le classement établi par *Fortune* des 1 000 plus grandes entreprises[1].

Les frais d'inscription des étudiants représentent la source de revenus la plus importante des universités dédiées à la recherche, s'élevant à plus de 48 % des revenus. Les subventions et les contrats fournissent près de 25 % de la trésorerie, les plus-values d'investissement environ 13 %, et les dons 8 %. Les diverses autres sources résiduelles s'élèvent à 6 % des revenus.

Classer les institutions selon la qualité de leur programme pédagogique pose quantité de difficultés, car un tel classement implique de réduire à un seul chiffre les caractéristiques d'une institution complexe aux multiples facettes. Néanmoins, *U.S. News and World Report* publie des notations de *colleges* et d'universités largement suivies.

En partie à cause de l'impossibilité d'effectuer des distinctions précises là où il n'y en a aucune, les classements sont générateurs de controverses. *U.S. News and World Report* évalue la réputation académique, le turnover des étudiants, le corps enseignant, la sélectivité des admissions, les ressources financières, le taux de réussite aux examens et les dons effectués par les anciens élèves[2]. En combinant les notes des étudiants, la taille des classes et le taux de réussite aux examens, le magazine concocte un schéma de classement des *colleges* et des universités. Bien que ce classement précis provoque de nombreux débats, les regroupements généraux des institutions sont porteurs de sens.

Le fait de diviser les grandes universités privées en quartiles selon leur rang académique permet l'examen de la relation entre les rendements de l'investissement et la qualité institutionnelle. Le tableau 2.1 présente par ordre alphabétique les institutions relevant de chaque groupe particulier.

Le rang en termes de qualité et la taille du fonds de réserve démontrent une corrélation forte, le premier quartile d'institutions jouissant de fonds dépassant en moyenne les 6 milliards de dollars, alors que ceux du dernier quartile ne s'élèvent en moyenne qu'à 324 millions. D'un quartile à l'autre, un clivage très net émerge, indiquant une relation directe entre la taille des fonds de réserve et la réussite de l'institution.

---

1. "The Fortune 1,000 Ranked Within Industries" *Fortune*, 28 April 1997.
2. "Best Colleges 1998", *U.S. News & World Report*, 1 September 1997. Cette publication classe 28 des 29 Carnegie Universities. Rockefeller University est exclue de l'étude car elle ne délivre pas de diplômes.

	Institution		Taille moyenne du fonds (en millions de dollars)	Dotation moyenne par étudiant	Âge moyen de l'institution
Trois premières	Harvard Princeton Yale		$14 934	$1 255 667	310
1er quartile	Brown Cal Tech Columbia Corneli Dartmouth Duke Harvard Johns Hopkins	MIT Northwestern Princeton Stanford Penn Washington Univ. Yale	$6 053	$529 573	196
2e quartile	Boston College Brandeis Carnegie Mellon Case Western Emory Georgetown Lehigh Note Dame	NYU Rice Tufts Chicago Rochester USC Vanderbilt Wake Forest	$1 802	$189 379	143
3e quartile	RPI Baylor Baylor BU Clark Fordham George Washington Pepperdine SMU	St. Louis University Stevens Institute Tech. Syracuse Tulane Miami WPI Yeshiva	$569	$61 517	137
4e quartile	American Catholic Univ. or America Drexel Howard Illinois Institute of Tech. Loyola Marquette Northeastern	TCU Univ. of Denver Univ. of Tulsa Univ. of Dayton Univ. of the Pacific USD USF	$324	$43 729	123
Moyenne			$2 181	$205 703	150

Source : Moody's Investors Service.

Tableau 2.1 La taille du fonds de réserve est fortement corrélée à la qualité de l'institution
(Données de l'année fiscale 2004)

Le niveau du fonds de réserve par étudiant montre la même chose. Les universités du premier quartile disposent d'environ 530 000 dollars par étudiant à plein temps. Après un déclin spectaculaire à 190 000 dollars par étudiant pour le deuxième quartile, et un peu plus de 61 000 pour le troisième quartile, les institutions du dernier quartile n'affichent que 43 000 dollars par étudiant. La taille du fonds est donc clairement et fortement corrélée à la qualité de l'institution.

La contribution du rendement de l'investissement aux budgets de recherche de l'institution varie aussi spectaculairement. Comme l'indique le tableau 2.2, les capitaux investis des universités du premier quartile produisent 19,1 % de leurs revenus. À l'opposé, les institutions du dernier quartile ne reçoivent du rendement de leurs capitaux qu'environ un tiers de ce soutien, les investissements ne contribuant que pour 6,8 % de leurs revenus.

Comme les institutions de haute qualité ont tendance à être plus grandes, les niveaux relatifs des revenus d'investissement se traduisent par des sommes en dollars beaucoup plus élevées. Les institutions du premier quartile fonctionnent grâce à un retrait sur fonds annuel moyen de 274 millions de dollars, alors que les universités du dernier quartile ne reçoivent par cette voie que 17 millions de dollars.

Les frais d'inscription des étudiants fournissent le complément des revenus d'investissement. À mesure que la qualité des institutions augmente, la dépendance budgétaire aux frais d'inscription des étudiants décroît. Ces frais d'inscription constituent 24,5 % des revenus des institutions du premier quartile, alors qu'elles représentent 64,5 % des revenus de celles du dernier quartile, ce qui signifie un écart de 40 %.Les intuitions de moins bonne qualité dépendent lourdement des frais d'inscription de leurs étudiants. Cependant, envisagées par étudiant, les frais d'inscription montrent une similitude remarquable d'un quartile à l'autre, s'étalant de 26 800 dollars pour le premier quartile à 19 400 pour le dernier. Les universités qui disposent d'un fonds de réserve plus conséquent utilisent leur puissance financière pour créer un environnement éducatif plus riche.

Les subventions et les contrats affichent une forte corrélation avec la qualité institutionnelle, fournissant presque 38 % des revenus des institutions du premier quartile, et déclinant régulièrement jusqu'à un peu au-dessus de 16 % des revenus pour les universités du dernier quartile. Comme pour les revenus de l'investissement, la combinaison des gros budgets et des proportions plus importantes des institutions de premier rang se traduit par des revenus de subventions et de contrats pour l'activité de recherche plus substantiels en faveur des grandes universités de qualité.

Les chiffres des dons annuels se tiennent à l'intérieur d'une bande étroite allant de 6.9 à 9 % des revenus, et ne démontrent aucune orientation particulière. Même si les universités du premier quartile reçoivent un plus faible pourcentage de revenus

	Institution		Revenu total moyen	Frais d'incription des étudiants	Subventions/ contrats	Dons	Revenus d'investissement	Autres
Trois premières	Harvard Princeton Yale		1 736	19,7 %	23,5 %	6,0 %	31,2 %	8,6 %
1er quartile	Brown Cal Tech Columbia Corneli Dartmouth Duke Harvard Johns Hopkins	MIT Northwestern Princeton Stanford Penn Washington Univ. Yale	1 463	24,5 %	37,7 %	8,4 %	19,1 %	8,1 %
2e quartile	Boston College Brandeis Carnegie Mellon Case Western Emory Georgetown Lehigh Note Dame	NYU Rice Tufts Chicago Rochester USC Vanderbilt Wake Forest	733	45,2 %	25,9 %	9,0 %	14,5 %	5,4 %
3e quartile	RPI Baylor Baylor BU Clark Fordham George Washington Pepperdine SMU	St. Louis University Stevens Institute Tech. Syracuse Tulane Miami WPI Yeshiva	422	58,9 %	19,0 %	6,9 %	9,4 %	5,8 %
4e quartile	American Catholic Univ. or America Drexel Howard Illinois Institute of Tech. Loyola Marquette Northeastern	TCU Univ. of Denver Univ. of Tulsa Univ. of Dayton Univ. of the Pacific USD USF	271	64,5 %	16,2 %	8,1 %	8,8 %	4,3 %
Moyenne			722	48,2 %	24,7 %	8,1 %	12,5 %	5,9 %

Source : Moody's Investors Service.

Tableau 2.2 Les revenus d'investissement apportent plus de soutien aux universités de premier rang
(Données de l'année fiscale 2004)

par les dons, les sommes données à ces institutions dépassent en dollars celles de toutes les autres institutions réunies.

Bien que la taille du fonds de réserve soit clairement corrélée à la qualité de l'institution, le sens de la relation de cause à effet reste mystérieux. Est-ce que les institutions de meilleure qualité attirent des sommes plus importantes pour leur fonds de réserve, créant un cercle vertueux qui s'auto-alimente ? Ou bien est-ce que les fonds plus conséquents fournissent les ressources exigées pour bâtir des institutions de meilleure qualité, facilitant ainsi une réserve d'excellence ? Quel que soit le sens de cette causalité, des ressources financières plus abondantes sont corrélées à des environnements éducatifs de meilleure qualité.

CONCLUSION

Les fonds de réserve servent à quantités d'objectifs pour les institutions d'enseignement, leur permettant une plus grande indépendance, leur fournissant une meilleure stabilité, et facilitant l'excellence pédagogique. Les institutions de qualité servent mieux la société en tant que lieux de rencontre pour la recherche libre et ouverte, et promeuvent l'indépendance de la pensée sans égard pour les conventions ni crainte des controverses. Les conditions attachées à des sources externes de soutien financier créent la possibilité de rendre l'institution vulnérable, limitant ainsi la franchise des débats et la liberté de recherche.

Pour les institutions bien établies, les fonds de réserve améliorent l'indépendance opérationnelle et la stabilité budgétaire. Des réserves conséquentes de revenus permanents permettent aux conseillers de résister à l'ingérence du gouvernement et aux exigences irrationnelles de certains donateurs. Des fonds de réserve importants rendent les administrateurs capables d'amortir les chocs financiers, protégeant les opérations courantes de toute force extérieure perturbatrice.

Pour les institutions moins solides, les fonds de réserve font parfois la différence entre la survie et l'échec. Durant la décennie se terminant en juin 2007, plus de cent institutions diplômantes ont fermé leurs portes, soit environ 3 % du nombre total d'institutions américaines de cette catégorie[1]. Les institutions bien nanties jouissent d'un soutien financier qui résorbe plus facilement les problèmes comptables et opérationnels. Même des fonds de taille modeste font une différence significative.

---

1. The National Center for Education and Statistics, *Directory of Post Secondary Institutions*, 1987–1997, vol. 1.

Les fonds fournissent les moyens de bâtir une réserve d'excellence. Les institutions aux fonds les plus importants jouissent d'une source régulière de ressources disponibles pour leur croissance afin de créer un environnement pédagogique de qualité supérieure. En contribuant à l'excellence des meilleures *colleges* et universités, les fonds de réserve jouent un rôle important dans le monde des études supérieures.

Comprendre les objectifs qui motivent la création et l'augmentation d'un fonds de réserve est un premier pas important dans la structuration d'un portefeuille d'investissement. En définissant les raisons d'être des fonds de réserve, les gestionnaires posent les fondations de la formulation d'objectifs spécifiques d'investissement, modelant de façon fondamentale le processus et les règles d'investissement.

3

L'investissement et les objectifs budgétaires

Les gestionnaires de fonds de réserve poursuivent deux objectifs contradictoires : d'une part, préserver le pouvoir d'achat des capitaux et, d'autre part, fournir un flux substantiel de ressources au budget opérationnel. Si les responsables financiers établissent des règles d'investissement et de dépenses budgétaires qui parviennent à concilier ces deux objectifs, l'institution reçoit une contribution durable du fonds pour financer ses programmes pédagogiques. La préservation du capital et un soutien régulier au budget, s'ils sont atteints, satisfont à la raison d'être de la croissance du fonds de réserve : conserver l'indépendance, apporter la stabilité et financer l'excellence.

Benjamin Franklin a affirmé que la mort et les impôts sont les deux seules certitudes de l'existence. Les gestionnaires de fonds de réserve ignorent volontairement ces certitudes, car les institutions d'enseignement aspirent à ne jamais disparaître et les fonds de réserve jouissent d'une exonération totale d'impôts. La pérennité des *colleges* et des universités fait de la gestion de fonds de réserve l'une des tâches les plus fascinantes du monde de l'investissement. Le fait de devoir équilibrer les tensions entre la préservation à long terme du pouvoir d'achat du capital et l'apport d'un soutien financier substantiel aux opérations courantes, génère un ensemble très riche de défis, posant des problèmes uniques en leur genre aux institutions qui possèdent un fonds de réserve.

La préservation du pouvoir d'achat est un objectif à long terme qui s'étend sur plusieurs générations. Les fonds bien gérés conservent pour toujours la capacité de soutenir l'institution de façon conséquente, justifiant le classement des fonds de réserve dans la catégorie des avoirs permanents. La poursuite de l'objectif de

préservation à long terme du capital exige de rechercher des rendements élevés, en acceptant le risque fondamental et la volatilité de marché qui les accompagnent.

Quant au soutien régulier des opérations courantes, il constitue un objectif à moyen terme, reflétant les exigences d'un cycle de planification budgétaire à plus court terme. Comme il est très difficile de réduire un programme universitaire, les institutions comptent sur des flux financiers prévisibles provenant du fonds de réserve afin de soutenir les opérations courantes. Fournir à cet effet des rendements réguliers exige de limiter la volatilité du portefeuille, ce qui implique des niveaux de risque fondamental moins élevés, accompagnés de rendements espérés plus faibles.

La stratégie d'investissement haut risque/haut rendement qui correspond le mieux à la préservation des capitaux entre donc en conflit avec l'approche risque faible/rendement faible plus susceptible d'apporter des revenus stables au budget opérationnel. Les règles de prélèvement sur le capital encadrent ce conflit, en partie en réduisant l'impact de la volatilité du portefeuille sur les revenus destinés au budget. De plus, en spécifiant les préférences de l'institution concernant le compromis entre la préservation du pouvoir d'achat des capitaux et la stabilité des flux financiers dirigés vers les opérations courantes, les objectifs budgétaires déterminent le degré d'adossement du fonds de réserve aux besoins des générations actuelles et futures.

LES OBJECTIFS D'INVESTISSEMENT

L'économiste de Yale James Tobin a capté l'essence du problème d'investissement auquel sont confrontés les gestionnaires :

> « Les conseillers d'une institution possédant un fonds de réserve sont les garants de l'avenir contre les exigences du présent. Leur tâche est de préserver le capital à travers les générations. Les conseillers financiers d'une université dotée d'un fonds, comme la mienne, prennent pour point de départ le fait que l'institution est immortelle. Ils veulent donc connaître le taux de prélèvement sur le fonds qui peut être supporté indéfiniment… Dans des termes plus formels, les conseillers sont supposés ne pas avoir de préférence en ce qui concerne l'horizon de placement.

> Les prélèvements ainsi définis signifient en principe que le fonds de réserve peut continuer de soutenir à l'avenir le même ensemble d'activités qu'aujourd'hui. Cette règle veut que les prélèvements actuels ne doivent pas compter sur de futurs dons éventuels au fonds. Les prélèvements réguliers doivent augmenter afin d'élargir le champ d'activités après que les dons en capital accroissent le fonds de réserve, et non avant. »[1]

Le concept d'intergénérationalité du capital de Tobin s'accorde aux objectifs de préservation du pouvoir d'achat et de soutien régulier du budget opérationnel. En préservant les fonds de réserve contre l'inflation, l'institution conserve sa capacité à « soutenir à l'avenir le même ensemble d'activités qu'aujourd'hui ». En fournissant un flux de revenus stables aux dépenses opérationnelles, le fonds de réserve apporte un soutien continu permettant d'éviter les perturbations dans le financement des programmes pédagogiques.

Les dons et le fonds de réserve

En effectuant un don à un fonds de réserve, les donateurs ont l'intention d'apporter un soutien permanent à une activité spécifique. Si les gestionnaires ne maintiennent que la valeur nominale des dons, l'inflation va finalement réduire leur impact à un niveau insignifiant. La dotation la plus ancienne de Yale destinée à soutenir le corps enseignant, le Timothy Dwight Professorship Fund,, est entrée en 1822 dans les comptes de l'Université pour un montant historique de plus de 27 000 dollars. Comme les prix ont été multipliés par presque 27 durant les 185 dernières années, la valeur de cette dotation de 27 000 dollars en 2007 pâlit en comparaison de ce qu'elle était en 1822. Bien que durant l'existence du fonds Dwight, son capital ait été multiplié par 17 et s'élève maintenant à 500 000 dollars, sa valeur actuelle ajustée à l'inflation ne compte que pour les deux tiers de sa valeur initiale. Même si l'Université continue de profiter du fonds Dwight au début du XXIe siècle, après ajustement à l'inflation, il ne parvient pas à fournir le même niveau de soutien financier qu'au début du XIXe siècle. Quoique les principes de gestion d'un fonds de réserve spécifient en général que l'institution ne préserve que la valeur nominale

1. James Tobin, "What Is Permanent Endowment Income?", *American Economic Review 64*, no. 2 (1974): 427–432.

d'un don[1], si l'on veut qu'il fournisse un soutien équivalent, il faut conserver la valeur ajustée à l'inflation de ce don.

En affirmant explicitement que les nouveaux dons doivent permettre à une institution d'élargir le rayon de ses activités, Tobin reconnaît un principe important pour les bénéficiaires du fonds de réserve. Certaines institutions inscrivent les dons dans des considérations budgétaires, ciblant un niveau de prélèvement égal au rendement attendu du portefeuille *plus* les nouveaux dons. L'Université de Harvard, en fixant ses objectifs budgétaires de 1974, a pris pour base que « la croissance de ses dépenses dépasserait de deux points le taux d'inflation à long terme »[2]. Mais bien que le taux de réinvestissement prévu de cette institution parvienne à effacer l'inflation, il ne réussit pas à égaler le taux de croissance plus élevé des dépenses de l'Université. De toute évidence, le fait de pouvoir soutenir « le même ensemble d'activités » exigeait d'accompagner le rythme de croissance des dépenses de l'Université, et non seulement celui de l'inflation. Faillir à cela n'a fait que rendre le taux de réinvestissement inadapté à ses objectifs. Pour conserver le pouvoir d'achat du fonds, Harvard a formulé un objectif de collecte de nouveaux dons pour compenser la différence entre le taux d'inflation et la croissance de ses dépenses. Ce faisant, l'Université a clairement employé les nouveaux dons à pallier les pertes dues à l'inflation[3].

Utiliser les nouveaux dons pour amortir une partie de l'impact de l'inflation sur la valeur du capital ne signifie pas « élargir l'ensemble des activités » soutenues par le fonds. Si un fonds destiné à soutenir financièrement la chaire d'économie perd de son pouvoir d'achat, mettre en place une nouvelle chaire de droit ne compensera en rien les pertes de la chaire d'économie. D'un point de vue « bottom-up », les donateurs ont le droit d'exiger que chaque fonds conserve son pouvoir d'achat au fil du temps.

---

1. Le chapitre 2 de l'Uniform Management of Investment Funds Act (UMIFA), qui a été adopté dans 88 états et par le district de Columbia le 30 juin 2007, codifie cette obligation en exigeant qu'une institution maintienne la valeur en dollar d'un don au fonds de réserve. Certains États ont renforcé cette loi pour y inclure la préservation du pouvoir d'achat.
En 2006, la National Conference of Commissioners on Uniform State Laws proposa l'adoption du Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act (UPMIFA), qui suggérait explicitement que les États réfléchissent à la préservation du pouvoir d'achat en rédigeant leurs statuts. Depuis le 30 juin 2007, douze États ont adopté des statuts basés sur l'UPMIFA.

2. Harvard University, *Managing Harvard's Endowment*. Harvard University, 1990.

3. Même si la politique de prélèvement de Harvard de 1974 présente des lacunes, dans la pratique, l'université maintient ses dépenses dans des limites raisonnables, affichant des ponctions semblables à celles d'autres institutions comparables.

Les compromis entre aujourd'hui et demain

Les gestionnaires de fonds qui n'ont en charge que la préservation du pouvoir d'achat du portefeuille se trouvent face à une tâche simple à accomplir. L'accumulation dans le portefeuille de titres du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS en américain) leur permet de générer des rendements ajustés à l'inflation garantis par le gouvernement. Malheureusement, il se peut que la croissance des frais de fonctionnement de l'université, dépassant celle de l'inflation, engloutisse les rendements de ces Notes du Trésor, ne fournissant plus à l'institution aucun revenu supplémentaire. Une concentration étroite sur la préservation du capital ne peut répondre aux besoins d'une institution, car la construction d'un portefeuille constitué d'actifs destinés à stabiliser le pouvoir d'achat n'apporte que peu de revenus (voire aucun) à l'institution pédagogique.

Les fonds de réserve profitent aux établissements d'enseignement principalement en générant des revenus substantiels pour les opérations courantes. Les gestionnaires de fonds centrés exclusivement sur la production généreuse de revenus prévisibles n'ont que peu de problèmes, surtout s'ils opèrent sur un horizon de placement à moyen terme. En détenant des actifs qui promettent de faibles niveaux de volatilité, ces gestionnaires créent un portefeuille stable qui permet aux planificateurs de budgets d'anticiper des revenus avec une certitude confortable. Malheureusement, les portefeuilles d'investissement peu risqués génèrent des rendements insuffisants à la fois pour faire face à des dépenses importantes et pour préserver le pouvoir d'achat. La recherche exclusive d'un soutien financier régulier favorise donc la génération actuelle d'universitaires au détriment des générations futures.

Une contradiction claire et directe existe entre la préservation des capitaux et le soutien financier des opérations courantes. Dans la mesure où les gestionnaires privilégient le maintien du pouvoir d'achat des fonds de réserve, une volatilité importante influence le flux des ressources apportées au budget opérationnel. Et si les gestionnaires mettent l'accent sur l'apport de revenus stables et conséquents au budget opérationnel, alors c'est le pouvoir d'achat des fonds de réserve qui subit l'influence d'une volatilité importante.

Considérez deux politiques extrêmes pour déterminer les prélèvements annuels sur un fonds de réserve. À l'une des extrémités, le fait de placer la conservation du pouvoir d'achat du capital au centre des préoccupations exige de ne prélever chaque année que le rendement net généré par le portefeuille. Supposons qu'une année donnée, le retour sur investissement soit de 10 % et que l'inflation s'élève à 4 %. Le prélèvement de 6 % des capitaux au profit des opérations courantes leur apporte un soutien important, alors que le réinvestissement des 4 % restants dans le fonds

efface l'impact de l'inflation et maintient le pouvoir d'achat. L'année suivante, dans un environnement où le retour sur investissement s'élève à 2 % et l'inflation à 7 %, l'institution est confrontée à un grave problème. La compensation de l'inflation exige un réinvestissement de 7 % dans le fonds, mais les fonds n'ont rapporté que 2 %. Le gestionnaire du fonds ne peut demander à l'administration de lui donner les 5 % manquants afin de maintenir le pouvoir d'achat du portefeuille. Au mieux, l'institution peut se passer de prélèvement, espérant générer un retour sur investissement réellement positif durant les années qui suivent afin de rattraper la perte de pouvoir d'achat et, si possible, de bénéficier d'un soutien opérationnel. Du point de vue du budget opérationnel, une politique d'investissement qui poursuit avant tout le maintien du pouvoir d'achat s'avère être inacceptable.

À l'autre extrémité, le fait de chercher à générer un flux de ressources parfaitement stable pour le budget opérationnel exige de prélever chaque année des sommes plus importantes afin de compenser l'érosion monétaire due à l'inflation. À court terme, cette politique conduit à des prélèvements stables sur le fonds, indexés sur l'inflation au profit du budget opérationnel. Bien que dans des conditions de marché normales une telle politique puisse ne pas nuire au fonds, des dégâts sérieux surviennent lorsque l'environnement financier devient hostile. Dans une période d'inflation forte et d'investissement sur des marchés baissiers, prélever un montant indépendant du niveau du capital crée la possibilité de porter définitivement atteinte au fonds.

Les politiques de prélèvement spécifient la relation entre la protection des fonds de réserve pour l'avenir de l'institution et l'apport d'un soutien financier à ses activités actuelles. Des règles judicieusement établies pour déterminer les prélèvements annuels sur le fonds de réserve réduisent la tension entre les objectifs de stabilité budgétaire et la préservation des capitaux, augmentant ainsi la probabilité de répondre aux besoins à la fois des générations actuelles et des générations futures.

LA POLITIQUE DE PRÉLÈVEMENT

Les politiques de prélèvement résolvent le conflit entre ces deux objectifs concurrents que sont la préservation du capital et la stabilité budgétaire. Des règles sensées impliquent que le prélèvement de l'année en cours soit en relation à la fois avec celui de l'année précédente et avec la valeur actuelle du fonds, le premier facteur fournissant une base sur laquelle les planificateurs peuvent s'appuyer, et le second introduisant la sensibilité aux influences des marchés.

La politique de prélèvement de Yale

Basée sur une structure créée par les économistes James Tobin, William Brainard, Richard Cooper et William Nordhaus, la politique de Yale met en relation les dépenses de l'année en cours avec à la fois le niveau précédent de prélèvement sur le fonds et le rendement du fonds au cours de l'année écoulée. Selon les règles en vigueur à Yale, le prélèvement d'une année donnée est égal à 80 % de celui de l'année précédente plus 20 % du taux de prélèvement à long terme, pourcentages appliqués à la performance, appréciée en valeur de marché, du fonds à la fin de l'année fiscale précédente. Le chiffre résultant est ramené à l'année en cours en l'ajustant à l'inflation. Comme les niveaux de prélèvement précédents dépendaient de la valeur de marché du fonds à leur époque, le prélèvement actuel peut être exprimé en termes de valeurs du fonds lissées dans le temps. Le résultat du processus d'ajustement prend donc en compte une moyenne des valeurs de marché passées dans laquelle le poids des chiffres les plus anciens décroît de façon exponentielle.

Le schéma 3.1 montre la pondération appliquée aux valeurs du fonds des années précédentes sans tenir compte de l'ajustement à l'inflation. En multipliant les différentes pondérations par les valeurs du fonds pour les années respectives, et en additionnant les résultats, on détermine le prélèvement de l'année en cours. Notez que les années les plus éloignées dans le temps ont moins d'influence sur le calcul que les années les plus récentes. À l'inverse, une moyenne mobile simple sur quatre

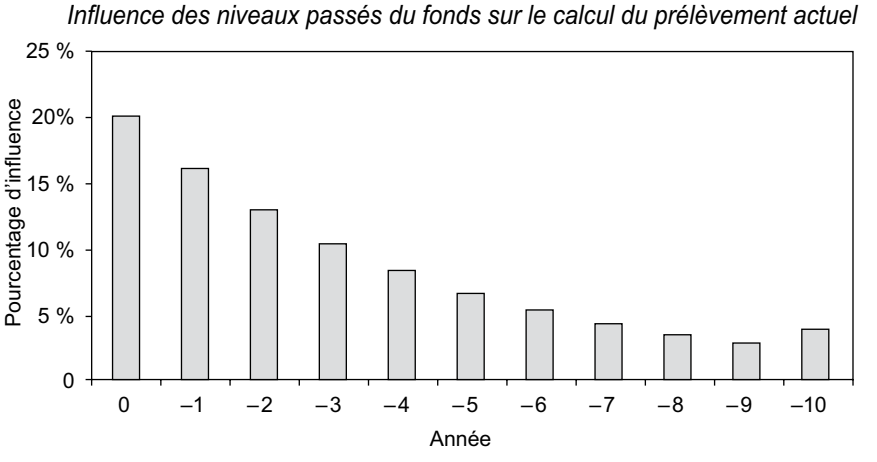


Schéma 3.1 La politique de prélèvement de Yale protège son budget des fluctuations des marchés

Source : Département des Investissements de l'Université de Yale.

ans glissants appliquerait une pondération égale de 25 % à chacune des quatre dernières années.

En réduisant l'impact sur le budget opérationnel des fluctuations inévitables de la valeur du fonds de réserve dues à l'investissement sur des actifs risqués, les règles de prélèvement qui intègrent une moyenne, protègent l'institution de variations budgétaires annuelles insupportablement élevées. Parce que les politiques intelligentes de prélèvement amortissent les conséquences de la volatilité du portefeuille, les gestionnaires gagnent la liberté d'accepter un risque d'investissement plus élevé dans l'espoir de réaliser de meilleurs résultats sans pour autant exposer l'institution à des probabilités trop grandes de réduction budgétaire importante.

En effectuant un travail particulièrement efficace de lissage des prélèvements destinés au budget opérationnel, la règle judicieuse de prélèvement de Yale contribue dans une mesure importante à la souplesse de la politique d'investissement de l'Université. Au lieu d'utiliser une moyenne mobile simple qui ignore tout bonnement les chiffres les plus anciens en faveur des nouveaux, les pondérations déclinant exponentiellement avec le temps utilisées à Yale diminuent progressivement l'influence de la valeur du fonds sur une année particulière. Ces caractéristiques très sophistiquées de lissage réduisent la transmission de la volatilité des investissements au budget opérationnel, autorisant l'application de stratégies de portefeuille laissant espérer des retours sur investissement plus élevés.

La règle des 80 % du prélèvement de l'année précédente et des 20 % de l'objectif budgétaire actuel reflète un choix institutionnel concernant le compromis entre la stabilité des prélèvements et la préservation du pouvoir d'achat. D'autres institutions peuvent très bien faire des choix différents. De plus, les préférences d'une institution peuvent se modifier dans le temps. En fait, comme le soutien apporté par le fonds de Yale est passé d'un dixième des revenus au milieu des années 1980 au tiers des revenus au milieu des années 2000, l'Université a opté pour une plus grande stabilité dans le soutien au budget opérationnel. En changeant la pondération de l'année précédente de 70 à 80 %, Yale a diminué la probabilité d'une réduction perturbante du prélèvement (aux dépens d'un plus grand risque sur la préservation du pouvoir d'achat).

D'autres politiques de prélèvement

Durant la plus grande partie du XX^{e} siècle, les institutions ont suivi une politique de prélèvement exclusif du rendement généré par les intérêts, les dividendes et les

rentes. Yale, qui a commencé en 1965 à prélever une part prudente de l'augmentation de la valeur de marché, a observé deux raisons d'adopter la nouvelle politique :

> « Tout d'abord, ce n'est que par coïncidence que le rendement va se trouver en équilibre entre le présent et l'avenir… Ensuite, lorsque le rendement devient la seule mesure de ce qui peut être prélevé pour les besoins actuels, la situation qui consiste à augmenter chaque année les besoins, comme cela a été le cas depuis de nombreuses années et sera probablement le cas pour de nombreuses autres, contraint la politique d'investissement à chercher d'améliorer le rendement actuel. Mais ceci, en retour, dans les conditions de marché qui prévalent depuis la Seconde Guerre mondiale, ne peut être fait que par l'abandon de gains potentiels. »[1]

La crainte de pertes en capital sous-tend indubitablement les politiques budgétaires des institutions qui basent les prélèvements sur le rendement généré par un portefeuille. Comme Yale l'a constaté, la relation entre le rendement actuel et l'appréciation du capital peut très facilement être modifiée dans le but de fournir une fondation saine à la politique de prélèvement.

Considérez les implications sur la politique de prélèvements de la détention d'obligations décotées, au prix nominal ou plus coûteuses, ayant des niveaux comparables de sensibilité aux changements de taux d'intérêt, comme le montre le tableau 3.1. Bien que ces obligations affichent des caractéristiques d'investissement remarquablement similaires, leur rendement diffère spectaculairement pour une institution appliquant une politique de prélèvement de la totalité du rendement actuel. L'obligation à coupon zéro ne produit aucun flux de trésorerie, l'obligation à parité génère un rendement de 6 %, et l'obligation chère rapporte un taux bien

	Coupon	**Durée[a]**	**Prix**	**Rendement**
Zéro coupon	0 %	10 ans	55,4	6 %
À parité	6 %	10 ans	100,0	6 %
Chère	12 %	10 ans	166,5	6 %

[a] La maturité de l'obligation à zéro coupon est de dix ans, celle de l'obligation à parité est de 15 ans, et celle de l'obligation chère est de 18,5 ans.

Tableau 3.1 Des obligations apparemment similaires génèrent des cash flows spectaculairement différents.
Coupon, durée, prix et rendement de trois différents types d'obligations

1. Yale University, *Report of the Treasurer*, 1965–66, ser. 62, no. 19 (New Haven: 1966), 6–7.

supérieur au marché, de 12 %. Naturellement, le fait de détenir des obligations à coupon faible conduit à diminuer le prélèvement actuel et induit une valeur de portefeuille accrue à l'avenir, alors que les conséquences opposées découlent du fait de posséder des obligations à coupon élevé. Heureusement, les règles de prélèvement basées sur le rendement sont beaucoup moins courantes aujourd'hui qu'à la fin des années 1980. À cette époque, une institution d'enseignement sur cinq suivait une politique de prélèvement de la totalité du rendement du portefeuille[1].

De nos jours, sept institutions d'enseignement sur dix déterminent leur prélèvement en appliquant un pourcentage pré-établi à une moyenne mobile des valeurs de marché du fonds. Le fait d'inclure les valeurs passées du fonds apporte de la stabilité car ces valeurs passées ont déterminé en partie le prélèvement de l'année précédente. L'incorporation de la valeur actuelle du fonds assure que le prélèvement correspond aux conditions du marché en évitant les dégâts potentiels que provoquerait un prélèvement décorrélé de la valeur du fonds.

Certaines institutions prélèvent un pourcentage pré-établi de la valeur de marché du portefeuille, transmettant ainsi directement au budget opérationnel la volatilité du portefeuille. À l'extrémité opposée, certains *colleges* et certaines universités prélèvent un certain pourcentage pré-établi du prélèvement de l'année précédente, menaçant potentiellement le pouvoir d'achat du fonds par des niveaux de prélèvement insensibles au marché.

Un certain nombre d'institutions décident chaque année du taux de prélèvement approprié, ou bien ne possèdent aucune règle établie. Cette pratique, bien que superficiellement séduisante, échoue à induire la discipline financière que dicte une politique de prélèvement rigoureuse. En l'absence de politique de prélèvement bien définie, l'équilibre budgétaire n'a plus aucun sens. On prélève alors suffisamment pour combler le fossé entre les revenus et les dépenses afin d'obtenir un budget équilibré. On prélève moins afin de créer un déficit. Et on prélève plus afin de se constituer un excédent. L'équilibre, la débâcle et la prospérité sont dans les mains du comité budgétaire. La discipline comptable disparaît.

---

1. National Association of College and University Business Officers (NACUBO). Données tirées de plusieurs *Endowment Studies* publiées par Cambridge Associates, Inc.

Taux de prélèvement ciblé

Le taux de prélèvement ciblé joue un rôle essentiel dans la détermination du niveau intergénérationnel des capitaux propres. Les prélèvements qui ne tiennent pas compte des rendements de l'investissement diminuent ou augmentent le niveau futur du fonds de réserve. Trop de prélèvement aujourd'hui provoque la chute du niveau futur de du fonds, au bénéfice de l'institution actuelle ; un prélèvement trop faible provoque une augmentation du niveau futur du fonds, au bénéfice de l'institution de demain. Choisir un taux de prélèvement approprié équilibre donc les exigences d'aujourd'hui et les responsabilités par rapport à l'avenir.

Les taux de prélèvement ciblés au sein des institutions possédant un fonds, s'étalent de 0,1 % (un taux étonnamment bas) à 15,5 % (insoutenable à long terme). Plus de 70 % des institutions appliquent des taux ciblés allant de 4 à 6 %, et une sur six applique un taux de 5 %[1]. Le taux de prélèvement approprié dépend des caractéristiques du rapport rendement/risque du portefeuille d'investissement, de la structure des règles de prélèvement et des préférences exprimées par les conseillers en ce qui concerne le compromis entre le soutien régulier du budget et la préservation du capital.

L'analyse des politiques de prélèvement et d'investissement mène à la conclusion que les taux de prélèvement des institutions d'enseignement dépassent en général la capacité de rendement des fonds de réserve. Selon une série de simulations effectuées par le Département des Investissements de Yale, le fonds de réserve moyen est confronté à une probabilité de presque 20 % de réduction brutale du soutien au budget opérationnel à moyen terme. Plus troublante est leur probabilité de presque 40 % de perdre la moitié du pouvoir d'achat du fonds à long terme[2]. De fortes probabilités de volatilité du prélèvement à moyen terme et de déclin du pouvoir d'achat à long terme indiquent une incohérence entre les rendements espérés des portefeuilles et les taux de prélèvements prévus. Les institutions confrontées à une telle probabilité d'échec à atteindre les objectifs primordiaux de la gestion du fonds doivent réfléchir à diminuer leurs niveaux de prélèvement ou à augmenter les rendements espérés de leurs portefeuilles.

---

1. Dans l'enquête NACUBO 2006, 335 institutions ont déclaré utiliser des taux de prélèvement ciblés.

2. Les simulations supposent des rendements en accord avec la cible d'allocation moyenne du fonds telle que rapportée dans le 2006 NACUBO Endowment Study, utilisant un taux de prélèvement de 5 % appliqué à une moyenne mobile de cinq ans des valeurs du fonds. Le déclin des prélèvements à moyen terme représente une baisse réelle de 25 % sur cinq ans. L'horizon de temps pour l'évaluation de la préservation du pouvoir d'achat est de 50 ans.

À l'opposé de la forte probabilité encourue par l'institution moyenne de ne pas parvenir à réaliser les objectifs de son fonds de réserve, les institutions qui mènent des politiques sensées de prélèvement et d'investissement ont de bien meilleures probabilités de réussite. Par exemple, Yale possède un bel historique d'application de politiques bien formulées et rigoureuses. L'Université affiche une probabilité de 5 % de réduction du soutien financier du fonds au budget (par rapport à près de 20 % pour l'ensemble des institutions) et 15 % de probabilité de baisse du pouvoir d'achat (par rapport à 40 % pour l'ensemble). Des politiques de prélèvement et d'investissement de qualité supérieure conduisent à des chances de réussite spectaculairement plus élevées.

Les règles de prélèvement sur le fonds de réserve équilibrent les objectifs contradictoires d'apport de flux financier régulier et conséquent au budget pour soutenir les efforts des universitaires actuels, et de préservation des capitaux pour l'aide aux universitaires de demain. Les gestionnaires responsables sont confrontés à la tâche difficile qui consiste à évaluer la capacité des règles de prélèvement et d'investissement à atteindre l'objectif à long terme de préservation du pouvoir d'achat et l'objectif à moyen terme de soutien régulier au budget opérationnel. En employant les outils de construction de portefeuille et les règles de prélèvement, les conseillers choisissent finalement une politique d'investissement basée sur les préférences concernant le compromis entre les objectifs essentiels de la gestion du fonds de réserve.

L'ÉVALUATION DU POUVOIR D'ACHAT

La préservation du pouvoir d'achat exige que chaque don au fonds de réserve conserve sa capacité à soutenir un ensemble spécifique d'activités. Ensuite, la totalité des dotations, après déduction des prélèvements, doit croître au rythme de l'inflation et augmenter du montant des nouveaux dons.

Une mesure correcte de l'inflation permet aux institutions d'évaluer leur capacité à consommer les biens et les services particuliers à l'enseignement supérieur. Comme les dépenses des *colleges* et des universités diffèrent grandement de celles des particuliers et de celles de l'économie en général, les mesures de l'inflation adaptées aux particuliers (l'indice des prix à la consommation) ou à l'économie au sens large (l'indice des prix des matières premières) fonctionnent mal pour l'enseignement supérieur.

Aux États-Unis, l'indice des prix dans l'enseignement supérieur (*Higher Education Price Index*, HEPI) mesure les coûts spécifiques aux institutions d'enseignement. Lourdement pondéré en termes de charges salariales et autres coûts liés au personnel, il a augmenté d'environ 1,4 % par an durant ses quarante-six ans d'existence, c'est-à-dire plus que l'indice des matières premières. Le manque de gains de productivité dans l'enseignement est responsable de l'inflation plus élevée des charges dans ce secteur. Demandant beaucoup de travail, l'enseignement ne peut pas être rendu plus efficient sans altérer le processus pédagogique. Par exemple, utiliser les techniques de vidéo-conférence pour remplacer les cours traditionnels améliore la productivité de façon superficielle, mais altère l'expérience pédagogique. De la même manière, augmenter le nombre d'élèves par classe améliore la productivité mais réduit indubitablement la qualité de l'enseignement. Tant que les gains de productivité s'accroîtront disproportionnellement dans le reste de l'économie, on doit s'attendre à ce que les coûts dans l'enseignement supérieur augmentent à un rythme plus élevé que le niveau général de l'inflation.

Le pouvoir d'achat du fonds de réserve de Yale

Le schéma 3.2 illustre l'évolution du pouvoir d'achat du fonds de réserve de Yale entre 1950 et 2006. L'analyse débute en 1950 car avant cette date l'Université manque de données fiables concernant les dons, les prélèvements et la performance des investissements. Tout au long de la plus grande partie du XX^{e} siècle, les états financiers n'inscrivaient que la valeur comptable des actifs, fournissant ainsi peu d'information à ceux qui étudient les marchés. La comptabilité par compartiments, qui permet aux institutions de distinguer les différentes sources de revenus et de dépenses, ne s'est répandue largement qu'au début des années 70, ce qui fait que les données antérieures ne peuvent être dépouillées qu'avec la plus grande difficulté.

L'analyse du pouvoir d'achat débute avec la valeur du fonds de réserve en 1950 et les taux d'inflation correspondants. En augmentant la valeur du portefeuille de 1950 du taux d'inflation de chaque année postérieure, on crée une suite de cibles en termes de pouvoir d'achat. Comme les dons « élargissent le champ des activités » soutenues par le fonds, le pouvoir d'achat ciblé augmente chaque année du montant des nouveaux dons, qui subissent les années suivantes une indexation similaire à l'inflation.

Notez l'importance des nouveaux dons au fonds de réserve, avec presque les trois quarts de la valeur ciblée de 2006 venant des dons effectués depuis 1950. En

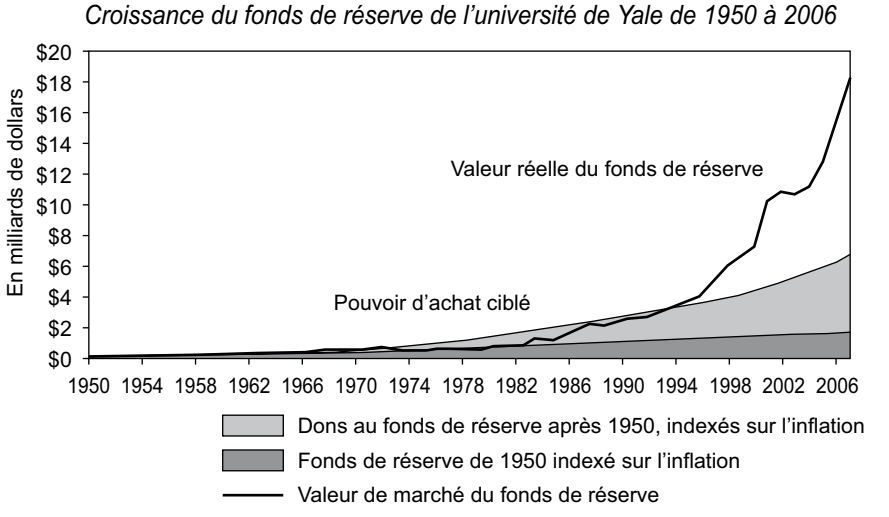


Schéma 3.2 Les valeurs du fonds de réserve dépassent de beaucoup la cible du pouvoir d'achat de 1950

Sources : états financiers de Yale. Les données de l'indice des prix dans l'enseignement supérieur sont fournies par *Research Associates of Washington*.

d'autres termes, en l'absence de nouveaux dons durant les cinquante-cinq dernières années, le fonds de réserve actuel de Yale ne totaliserait probablement qu'environ un quart de sa valeur.

Une comparaison des valeurs réelles du fonds de réserve avec les niveaux ciblés illustre le degré de réussite dans le respect des objectifs de préservation du pouvoir d'achat. En se basant sur la différence entre la valeur de marché de 18 milliards de dollars constatée au 30 juin 2006 et l'objectif initial de pouvoir d'achat de 6,7 milliards, on peut dire que Yale a réussi admirablement à accroître la valeur de son capital[1]. Mais cette réussite passe par des périodes durant lesquelles le tableau paraissait beaucoup moins réjouissant.

Les années 50 ont été témoins d'un équilibre approximatif entre la croissance du fonds de réserve et la préservation du pouvoir d'achat, avec un excédent d'environ 17 % constaté en 1959. Après avoir conservé ce rythme pendant la plus grande partie des années 60, le fonds de réserve a commencé à pâtir des pressions inflationnistes croissantes, se préparant à de sérieux problèmes. Durant les années 70, des marchés

1. En fait, une part significative de l'augmentation du pouvoir d'achat de Yale vient de la valeur ajoutée au processus d'investissement. Durant les deux dernières décennies, le portefeuille de Yale a augmenté d'environ 12,4 milliards de dollars par rapport au résultat moyen réalisé par les facultés et les universités.

désastreux pour les actifs financiers et une inflation galopante ont fait que le fonds de réserve a terminé la décennie à 56 % en dessous de son niveau ciblé. En 1982, le fonds de réserve de Yale a atteint un point bas, les capitaux ne représentant plus que 42 % du pouvoir d'achat initialement ciblé. Heureusement, le marché haussier des années 80 a renversé la vapeur, permettant finalement au fonds de réserve de réaliser, en 1994, le niveau ciblé en 1950, indexé sur l'inflation et ajusté aux dons. Des plus-values exceptionnelles dues aux marchés ont propulsé le fonds de réserve au 30 juin 2006 vers un excédent s'élevant à 170 % au-dessus de la cible.

La croissance récente spectaculaire du pouvoir d'achat du fonds de réserve pousse certains à se poser la question de savoir si, en accumulant des capitaux, les gestionnaires de Yale ne favorisent pas les générations futures aux dépens des générations actuelles. Bien que le sujet du juste niveau de prélèvement ait soulevé des débats houleux, l'augmentation actuelle des capitaux résulte d'une combinaison de marchés favorables et de règles de prélèvement raisonnables, créant ainsi une réserve dans laquelle puiser dans les temps difficiles à venir.

Les variations importantes du pouvoir d'achat par rapport aux niveaux ciblés ne surprennent aucunement les observateurs expérimentés des marchés. En 1982, le fonds de réserve de Yale a enregistré un déficit de près de 60 % par rapport au niveau désiré. Vingt-quatre ans plus tard, le portefeuille affiche un excédent de 170 %. Même si les variations du marché font que les institutions se sentent tour à tour riches et pauvres, les gestionnaires de portefeuille intelligents fondent leurs décisions d'investissement et de prélèvement sur des considérations prenant en compte les caractéristiques à long terme des marchés de capitaux. Évaluer la préservation du pouvoir d'achat exige de soupeser les conséquences positives et négatives de la volatilité des marchés, envisagée dans le cadre d'une durée passablement étendue.

La nature humaine réagit à des rendements positifs inattendus en cherchant toutes sortes de manières de dépenser cette nouvelle richesse. Mais réagir à une hausse des marchés en augmentant le taux de prélèvement crée la possibilité de dommages à long terme pour le fonds de réserve. Tout d'abord, les augmentations de taux de prélèvement à la suite de rendements d'investissement exceptionnels mettent l'institution en danger de dépenser une partie du matelas destiné à la protéger d'un avenir moins positif. Ensuite, les augmentations de prélèvement deviennent rapidement partie intégrante de l'assiette permanente des dépenses d'une institution, réduisant ainsi la flexibilité opérationnelle. Si le taux de prélèvement augmente en période faste, une institution confrontée à une période difficile perd l'avantage d'un matelas et supporte le fardeau d'une base budgétaire accrue.

Les taux de prélèvement ciblés sont au centre de la discipline comptable, conduisant les administrateurs responsables à ne modifier les taux de prélèvement qu'avec

une grande réticence. Au lieu d'envisager les bonnes performances récentes comme un encouragement à augmenter les prélèvements, les gestionnaires sceptiques s'interrogent sur la durabilité des périodes fastes et se préparent à la possibilité d'un avenir moins facile. Seules des améliorations fondamentales des politiques d'investissement et de prélèvement d'une institution justifient une modification des taux de prélèvement ciblés.

Évaluer la conservation du pouvoir d'achat exige un horizon d'investissement extrêmement long. Réagir à une décennie de pertes désastreuses en réduisant les formules mathématiques qui calculent les prélèvements, ou à une décennie de rendements extraordinaires en augmentant les taux de prélèvement peut mettre en péril l'institution d'enseignement. Les réductions de programmes pédagogiques motivées par des marchés baissiers et les accroissements de l'offre induits par des marchés financiers haussiers ballottent inutilement l'institution, empêchant le fonds de réserve de répondre à sa mission de protection des activités de l'université par rapport à la volatilité des marchés financiers. Les administrateurs responsables regardent au-delà des inévitables variations à court terme du fonds de réserve dues aux aléas des marchés, et maintiennent résolument leur attention fixée sur la préservation à long terme du pouvoir d'achat du capital.

L'ÉVALUATION DE L'ADÉQUATION À LONG TERME DU TAUX DE PRÉLÈVEMENT

Les gestionnaires des fonds de réserve s'efforcent de produire un flux régulier et durable de ressources financières afin de soutenir l'institution d'enseignement. Selon les termes de Jim Tobin : « pour soutenir le même ensemble d'activités » dans la durée, les prélèvements doivent augmenter d'au moins le taux d'inflation des biens et services consommés par l'institution. Lorsque de nouveaux dons élargissent le champ d'activités, les prélèvements sur le fonds de réserve doivent augmenter afin de pouvoir soutenir ces nouvelles activités.

À l'inverse de la nature long-termiste de l'objectif de préservation du pouvoir d'achat, le fait de fournir un flux substantiel de soutien financier au budget opérationnel constitue un objectif à moyen terme. Comme des fluctuations importantes dans les prélèvements s'opposeraient au processus budgétaire qui tend à la stabilité, les gestionnaires de fonds de réserve s'efforcent de fournir aux opérations courantes un soutien financier prévisible.

LES PRÉLÈVEMENTS DE YALE SUR LE FONDS DE RÉSERVE

Une analyse à long terme des prélèvements, présentée dans le schéma 3.3, reflète l'évaluation du pouvoir d'achat illustrée plus haut. Débutant sur la base du prélèvement de 1950, les niveaux de prélèvement ciblés augmentent chaque année à cause de l'inflation et à cause des nouveaux dons. Pour les besoins de l'analyse, 4,5 % représente le taux de prélèvement supposé sur les nouveaux dons, un niveau cohérent avec le schéma de prélèvement de Yale sur le long terme.

Durant les cinquante-six ans couverts par l'analyse, Yale a réussi, bon an mal an, à maintenir ou augmenter la valeur nominale du prélèvement. Le prélèvement indexé sur l'inflation ne peut pas se vanter d'en avoir fait autant. Après avoir maintenu le cap par rapport à l'inflation dans les années 50 et 60, les prélèvements de Yale ne sont pas parvenus à rattraper l'inflation galopante des années 70. À partir du milieu des années 80, les prélèvements ont cru rapidement, affichant des gains conséquents et comblant le fossé existant entre les prélèvements réels et les objectifs

La croissance des prélèvements de l'université de Yale de 1950 à 2006

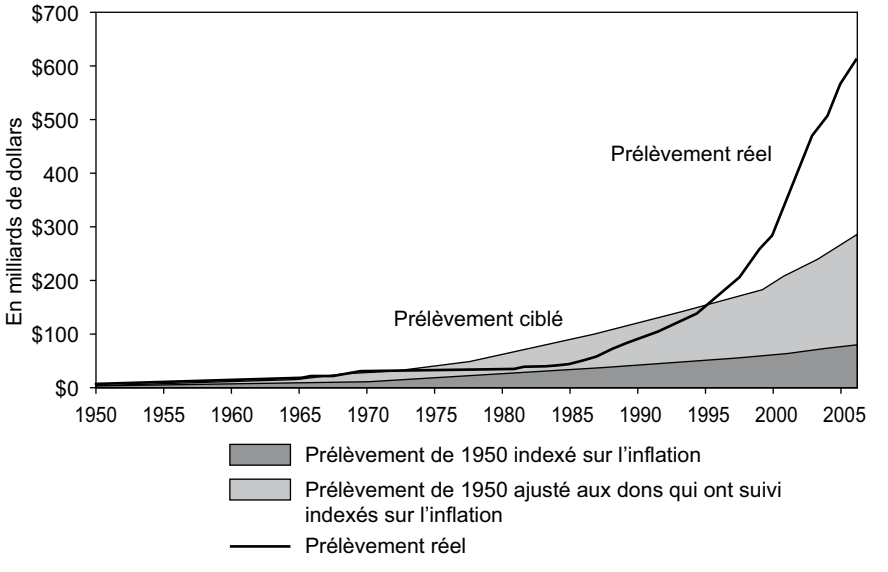


Schéma 3.3 La croissance des prélèvements dépasse l'inflation

Sources : états financiers de Yale. Les données de l'indice des prix dans l'enseignement supérieur sont fournies par *Research Associates of Washington*.

de prélèvement indexés sur l'inflation. En dépit d'une croissance extraordinaire dans les années 80 et 90, ce n'est pas avant 1996 que les prélèvements de Yale sur le fonds de réserve ont pu rattraper leur cible indexée sur l'inflation.

Le retard de deux ans entre le rattrapage en 1994 du niveau du pouvoir d'achat de 1950 ajusté aux dons et l'atteinte du même objectif par les prélèvements en 1996, vient principalement de l'effet-tampon des mécanismes de lissage des règles de prélèvement. Comme la valeur du fonds de réserve a cru rapidement au début des années 80 et tout au long des années 90, le processus de lissage de la règle de prélèvement a empêché les prélèvements de s'ajuster parfaitement à l'appréciation de la valeur de marché du fonds de réserve.

Une preuve supplémentaire de l'impact du mécanisme de lissage est apportée par le niveau de prélèvement de 2006. Même si l'application stricte du taux de prélèvement de 5,25 % ciblé sur un fonds de réserve valant 15,2 milliards de dollars au 30 juin 2005 nous donne un prélèvement de 799 millions (sans compter l'indexation sur l'inflation), le niveau de prélèvement réel pour l'année fiscale 2006 s'élève à seulement 618 millions. Le temps passant, la règle de prélèvement pousse le prélèvement réel à s'approcher du niveau ciblé, ce qui implique que, si Yale conservait un fonds de 15,2 milliards de dollars, les prélèvements s'élèveraient jusqu'à 799 millions au bout de quelques années.

Bien que les bénéficiaires actuels des prélèvements sur le fonds se plaignent parfois du retard entre la croissance du fonds et l'augmentation des prélèvements, le mécanisme de lissage joue un rôle nécessaire d'amortissement dans la transmission de la volatilité des valeurs du fonds de réserve au flux des prélèvements. Les règles de Yale amortissent efficacement la volatilité, comme le prouve le fait que, durant les cinquante-six dernières années, l'écart moyen en pourcentage des valeurs annuelles du fonds de réserve (une déviation standard de 12,4 %) dépasse de loin l'écart moyen des niveaux de prélèvement (une déviation standard de 6,9 %). Des règles de prélèvement efficientes permettent un risque plus élevé sur l'investissement, sans pour autant transmettre la volatilité correspondante aux obligations budgétaires.

À certains moments, même l'ensemble de règles le plus efficace n'apporte que peu de protection contre les turbulences des marchés financiers. L'échec le plus cuisant dans l'apport d'un soutien budgétaire régulier s'est produit dans les années 70. Opérant dans un environnement où le taux d'inflation dépassait les rendements des obligations et des actions américaines, les gestionnaires du fonds de réserve étaient confrontés à un choix difficile. Malgré un début de décennie avec un prélèvement réel dépassant confortablement le niveau ciblé indexé sur l'inflation depuis 1950, le prélèvement réel en 1980 s'élevait à moins de la moitié de son objectif indexé sur l'inflation. Face aux conditions de marché hostiles des années 70 et 80, l'Univer-

sité a néanmoins réussi à maintenir la valeur nominale de ses prélèvements, ce qui s'est avéré terriblement insuffisant par rapport à l'inflation en vigueur durant la décennie. Même si la valeur nominale des prélèvements a commencé d'augmenter après 1980, le niveau ciblé a augmenté plus rapidement, conduisant le niveau de prélèvement de 1984 à un nadir représentant seulement 44 % de l'objectif.

En comptant par périodes de cinq ans, Yale a subi six fois un déclin des prélèvements de plus de 25 % pendant les années misérables qui s'étalèrent entre 1971 et 1981. De telles réductions significatives constituent un échec à fournir un flux de ressources régulières au profit des opérations courantes.

L'apport d'un flux régulier et durable de ressources au profit des opérations courantes représente le test ultime de l'efficacité d'une politique d'investissement et de prélèvement. Même si, à certains moments, les conditions prévalant sur les marchés financiers excluent de satisfaire aux objectifs du fonds de réserve, en concevant un ensemble cohérent de gestion du capital et de règles de prélèvement, les investisseurs augmentent la probabilité de parvenir à un équilibre suffisant entre les objectifs contradictoires de la protection de capitaux du fonds de réserve contre l'érosion monétaire et de l'apport d'un soutien élevé et stable au budget courant.

LES OBJECTIFS D'INVESTISSEMENT D'UNE FONDATION

Les fondations partagent certaines caractéristiques avec les institutions d'enseignement. Tout comme leurs confrères des *colleges* et des universités, les conseillers en investissement des fondations ignorent souvent les certitudes de Benjamin Franklin par rapport à l'existence, jouissant d'un statut fiscal privilégié et opérant dans le cadre d'un horizon d'investissement « éternel ». Pour de nombreuses fondations, toutefois, la pérennité constitue un choix et non une obligation. Si une fondation poursuit sa mission avec un sens particulier de l'urgence, par exemple en finançant la recherche pour la guérison d'une terrible maladie virale, les conseillers peuvent décider de dépenser toutes les ressources disponibles pour tenter d'atteindre cet objectif le plus rapidement possible. Même sans assumer une mission pressante, le fait de prélever sur les fonds de la fondation à un rythme conçu pour les réduire constitue une option envisageable pour les conseillers.

Un certain nombre de caractéristiques séparent les institutions d'enseignement des fondations. Les gestionnaires de fonds de réserve des *colleges* et des universités contrôlent à la fois la gestion des capitaux, en déterminant l'allocation du porte-

feuille, et la spécificité des engagements financiers, en définissant la politique de prélèvement. L'absence de contraintes concernant l'investissement et les stratégies de prélèvement apporte beaucoup de flexibilité aux gestionnaires, augmentant la probabilité d'atteindre les objectifs de l'institution.

Les fondations exercent un contrôle total sur les règles d'allocation d'actifs, similaire en cela à la flexibilité dont jouissent les institutions d'enseignement. Du côté des prélèvements, toutefois, les fondations doivent respecter un minimum annuel de 5 % pour soutenir des œuvres caritatives pour éviter des pénalités fiscales. Ce niveau obligé de prélèvement fait que les fondations sont confrontées à un problème d'investissement matériellement différent du défi proposé aux gestionnaires de fonds de réserve dans le secteur de l'éducation.

Bien que les institutions d'enseignement bénéficient énormément d'un niveau de soutien élevé de la part des fonds de réserve, dans l'éventualité d'une perturbation sérieuse de ce soutien, d'autres sources de revenu jouent un rôle compensateur dans leur budget. Les prélèvements sur le fonds de réserve ne soutiennent en général qu'une petite partie du budget opérationnel des institutions d'enseignement, les grandes universités dédiées à la recherche se reposant sur les prélèvements du fonds de réserve pour financer en moyenne 12,5 % de leurs dépenses. Pour la plupart de ces institutions, une réduction significative des prélèvements sur le fonds de réserve pose des problèmes importants mais ne menace pas la viabilité de l'institution[1].

Les fondations dépendent presque exclusivement des rendements de l'investissement pour leur budget opérationnel. En 2006, huit des dix plus grandes fondations caritatives tiraient pratiquement 100 % de leurs revenus de leurs portefeuilles d'investissement. Même si les programmes d'aide humanitaire s'étoffent et se réduisent plus facilement que les activités d'enseignement, les fondations ont besoin de flux de capitaux relativement stables afin d'éviter les perturbations, surtout lorsque leurs activités impliquent des engagements sur plusieurs années. La grande dépendance des fondations vis-à-vis des prélèvements sur les capitaux investis demande donc une structuration de portefeuilles entraînant un risque moins élevé.

Les *colleges* et les universités bénéficient de la générosité d'anciens élèves et d'autres contributeurs dont les dons fournissent une source importante de soutien aux programmes pédagogiques. Durant les périodes difficiles, les versements des donateurs servent à combler les manques de soutien du fonds de réserve au budget opérationnel. Et pendant les années fastes, les dons permettent aux institutions d'enseignement d'étendre le champ de leurs activités. Dans la durée, l'impact cumulé des dons constitue un énorme avantage pour les facultés et les universités.

---

1. Voir plus haut le Tableau 2.2 pour davantage d'informations.

L'impact des dons

L'expérience de Harvard, de Yale et de l'Institut Carnegie tout au long du XX^e^ siècle donne un aperçu de l'importance du soutien des donateurs. L'Institut Carnegie de Washington, l'une des nombreuses associations philanthropiques d'Andrew Carnegie, est dédié à la recherche scientifique de pointe en biologie végétale, en embryologie, en écologie générale et dans les sciences de la terre. Carnegie a mis sur pied l'Institut en 1902 grâce à un don de 10 millions de dollars, a augmenté la fondation de 2 millions supplémentaires en 1907 et ajouté 10 millions en 1911. Les 22 millions de la fondation Carnegie équivalaient presque les 23 millions des fonds de Harvard en 1910, et dépassaient largement les 12 millions de Yale.

Pendant presque un siècle, la fondation de l'Institut Carnegie a plus que rattrapé l'inflation, avec des capitaux de 720 millions de dollars au 30 juin 2006, bien supérieurs aux 490 millions nécessaires à résorber l'augmentation des prix. Mais le fonds de réserve autrefois comparable de Harvard, avec une valeur de 29,2 milliards de dollars au 30 juin 2006, et le fonds de réserve jadis plus modeste de Yale, avec une valeur de 18 milliards au 30 juin 2006, éclipsent la fondation de Carnegie. Bien que des différences dans les politiques respectives d'investissement et de prélèvement expliquent sans aucun doute une partie du fossé qui les sépare, l'absence de versements de dons constitue la raison fondamentale pour laquelle Carnegie n'a pas pu avancer au rythme de Harvard et de Yale.

En cherchant à fournir un soutien opérationnel régulier, en espérant exister indéfiniment et en souhaitant respecter les exigences de l'administration fiscale en ce qui concerne les prélèvements minima, les gestionnaires de fondation sont confrontés à un ensemble d'objectifs fondamentaux contradictoires. Sans le filet de sécurité que constituent des sources de soutien externes, les fondations ressentent immédiatement les mauvais résultats d'investissement. La stabilité à court terme des prélèvements plaide pour un portefeuille peu volatil, alors que la préservation à long terme du pouvoir d'achat et d'un taux de prélèvement élevé incite à se tourner vers une allocation plus risquée des actifs. Les fondations optent en général pour des portefeuilles peu risqués fournissant des revenus réguliers pour soutenir la mission de l'institution. En conséquence, l'ensemble des fondations prélève à des taux incompatibles avec la préservation du capital, ce qui suggère qu'à long terme, le rôle de la plupart des fondations va se réduire à mesure que leur pouvoir d'achat s'érode.

Malgré des similitudes apparentes, les fonds de réserve et les fondations diffèrent considérablement, aussi bien en ce qui concerne le contrôle sur les prélèvements que le degré de fiabilité de ces prélèvements ou l'existence de soutien financier externe

continu. Bien que les fonds de réserve et les fondations partagent certaines caractéristiques communes importantes, des dissemblances entre les deux types de fonds conduisent à formuler des règles de fonctionnement et des objectifs différents. Le fait que les objectifs d'investissement d'organisations aussi semblables diffèrent tant souligne l'importance d'une réflexion approfondie sur la relation entre les fonds investis et les objectifs de l'organisation. La compréhension de la raison d'être d'un fonds et l'expression des aspirations de l'institution concernant ce fonds servent de point de départ essentiel au processus de gestion du fonds.

LE POINT DE VUE SCEPTIQUE

Dans une communauté universitaire saine, les controverses abondent. Dans le cas des fonds de réserve, le débat tourne autour des questions intergénérationnelles, certains bénéficiaires actuels suggérant que les niveaux de prélèvement sur le fonds de réserve ne fournissent qu'un soutien financier insuffisant aux frais opérationnels de l'université.

Henry Hansmann, professeur émérite à la faculté de Droit de Yale, remet en question la pertinence de l'accroissement du capital du fonds de réserve, soulevant des questions qui vont bien au-delà du problème des taux de prélèvement. Dans une interview du 2 août 1998 au *New York Times*, Hansmann suggère « qu'un étranger venant de la planète Mars qui observerait les universités privées dirait probablement qu'il s'agit d'institutions dont la principale activité est de gérer des fonds d'investissement importants et que, accessoirement, elles entreprennent des activités pédagogiques qui peuvent s'étendre ou se contracter en faisant office de tampons pour les fonds d'investissement »[1]. Hansmann suggère que les conseillers poursuivent un « objectif réel » d'accroissement d'un fonds de réserve le plus important possible, percevant les activités d'enseignement comme une gêne pour l'accumulation sans entrave de capital. Les administrateurs et les enseignants attendent du fonds de réserve qu'il leur assure la sécurité de l'emploi et une charge de travail allégée, ainsi qu'un environnement matériel agréable, alors que les anciens élèves sont focalisés sur la réputation de l'établissement, espérant capitaliser sur la gloire rayonnante d'une institution d'enseignement prospère.

---

1. Karen W. Arenson, "Q&A. Modest Proposal. An Economist Asks, Does Harvard Really Need $15 Billion?", *New York Times*, 2 August 1998.

Dans un article intitulé « Pourquoi les universités possèdent-elles des fonds de réserve ? », Hansmann utilise l'expérience des années 60 et 70 pour étayer ses arguments. Il note que « la crise financière des années 70 » a nuit à l'enseignement supérieur car « la demande privée a décliné, le soutien du gouvernement a subitement stoppé sa trajectoire ascendante, et les coûts énergétiques ont augmentés de façon spectaculaire »[1]. Reconnaissant que les universités se sont trouvées coincées entre des coûts qui s'élevaient continuellement et des sources de revenus qui diminuaient, Hansmann observe « peu de preuves formelles que les universités ont envisagé leurs fonds de réserve principalement comme des tampons pour leurs budgets opérationnels »[2].

Le fonds de réserve tampon de Yale

Une analyse de l'institution à laquelle appartient Hansmann apporte un démenti à ses affirmations. Son employeur, l'Université de Yale, a utilisé sa politique de prélèvement sur le fonds de réserve pour tempérer sa croissance pendant le boom des années 60 et pour servir de matelas durant le traumatisme financier des années 70. Dans les années 60, Yale a prélevé en moyenne 4,4 % du fonds de réserve pour soutenir ses activités d'enseignement. Des résultats budgétaires élevés et une performance d'investissement exceptionnelle ont accompagné ces prélèvements sur le fonds de réserve qui ont apporté un soutien compatible avec la préservation du capital à long terme.

À l'inverse, dans les années 70, les prélèvements sur le fonds de réserve se sont élevés à 6,3 % du capital, car Yale cherchait à compenser, du moins en partie, l'impact de forces économiques hostiles. Bien que suivant une politique destinée à soutenir financièrement le budget opérationnel à des taux supportables sur le long terme, Yale a affiché des déficits durant chacune des années de cette décennie. La politique consistant à « courber l'échine » a coûté cher au fonds de réserve, le pouvoir d'achat des capitaux ayant décliné de plus de 60 % entre 1968 et 1982, malgré l'apport de nouveaux dons substantiels.

L'historique comptable indique que Yale utilise les capitaux de son fonds de réserve pour protéger le budget opérationnel des fluctuations perturbatrices de ses

---

1. Henry Hansmann, "Why Do Universities Have Endowments?", *PONPO Working Paper* no. 109, Program on Non-Profit Organizations, Institution for Social and Policy Studies, Yale University. January 1986, 21.
2. *Ibid*., 23.

revenus. Les taux de prélèvement allant de 3,8 à 4,4 % appliqués dans les années 50, 60, 80 et 90 correspondent à des environnements opérationnels relativement stables. À l'inverse, les années 70, minées par le déficit, ont vu appliquer le prélèvement record de 7,4 % en 1971. Sans cela, les difficultés opérationnelles de Yale auraient été beaucoup plus importantes, causant peut-être sur le long terme des dommages à l'institution.

Non seulement l'expérience suggère que Yale a utilisé les capitaux du fonds de réserve pour protéger les programmes pédagogiques du stress économique, mais la nature même de la politique de prélèvement de l'Université place la stabilité budgétaire en priorité. Chaque année, Yale prélève 80 % du prélèvement de l'année précédente indexé sur l'inflation *plus* 20 % du taux de prélèvement ciblé à long terme appliqué à la valeur de marché du fonds de réserve en fin d'année précédente, indexée sur l'inflation. En mettant l'accent sur la stabilité budgétaire, l'Université exprime une préférence forte pour une utilisation du fonds de réserve servant à réduire l'impact des chocs financiers.

Les deux extrêmes d'une politique de prélèvement

L'examen des décisions de prélèvement de Yale entre les deux extrêmes d'une politique de prélèvement, à savoir favoriser la stabilité budgétaire ou la préservation du fonds de réserve, souligne le penchant important de l'Université pour un soutien fiable à ses activités. Si les universités traitaient les activités d'enseignement comme étant secondaires par rapport à la croissance du fonds de réserve, les prélèvements correspondraient à des niveaux compatibles avec la préservation du pouvoir d'achat du capital. Dans le cas le plus extrême, les institutions ne prélèveraient que les rendements excédant l'inflation, plaçant ainsi la préservation des capitaux investis au-dessus même d'un minimum de stabilité dans le soutien aux programmes pédagogiques. À l'autre extrême, si les universités ne recherchaient que des prélèvements réguliers sur le fonds de réserve, ceux-ci augmenteraient avec l'inflation, suivant un schéma indépendant des fluctuations de la valeur de marché du fonds de réserve.

Le schéma 3.4A illustre les modes de prélèvement résultant des deux extrêmes d'une politique de prélèvement dans le contexte des rendements du marché prévalant lors des années 60 et 70. Le premier graphique montre les flux continus qui résulteraient d'une politique de prélèvement destinée à maintenir un soutien régulier indexé sur l'inflation, alors que le deuxième montre la volatilité des flux résultant de la préservation des valeurs du fonds de réserve indexées sur l'inflation. Notez

La simulation d'une politique de prélèvement stable érode la valeur du fonds de réserve indexée sur l'inflation
Niveaux du fonds de réserve de 1960 à 1979
Prélèvement de 5 % de la valeur de marché indexée sur l'inflation

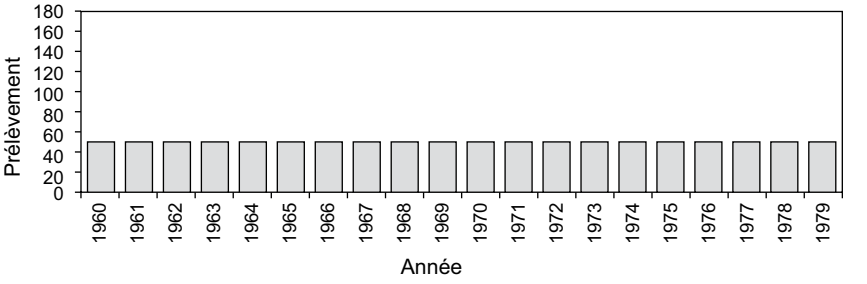
La simulation d'une politique de fonds de réserve stable protège ses valeurs indexées sur l'inflation
Valeur du fonds de réserve de 1960 à 1979
Prélèvement du seul rendement excédant l'inflation

La politique de prélèvement de Yale favorise le soutien budgétaire au détriment de la préservation du fonds de réserve
Valeur du fonds de réserve de 1960 à 1979
Politique réelle de Yale

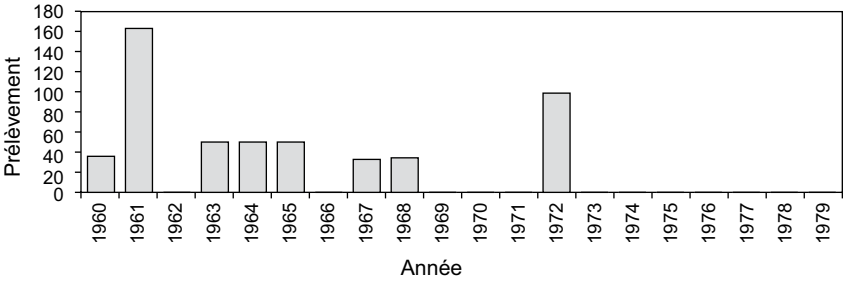
Schéma 3.4B La comparaison des valeurs du fonds de réserve illustre l'impact de politiques extrêmes

Note : Les données sont indexées sur l'inflation. Le portefeuille de simulation a une valeur de départ de 1 000 dollars et il est réajusté chaque année pour détenir 60 % d'actions et 40 % d'obligations. La situation réelle de Yale comprend des dons nouveaux alors que ce n'est pas le cas pour la simulation.

La simulation d'une politique de prélèvement stable génère un soutien budgétaire régulier indexé sur l'inflation
Prélèvements de 1960 à 1979
Prélèvement de 5 % de la valeur de marché indexée sur l'inflation



La simulation d'une politique de fonds de réserve stable génère un soutien budgétaire irrégulier
Prélèvements de 1960 à 1979
Prélèvement du seul rendement excédant l'inflation



La politique de prélèvement de Yale génère un soutien budgétaire stable
Prélèvements de 1960 à 1979
Politique réelle de Yale

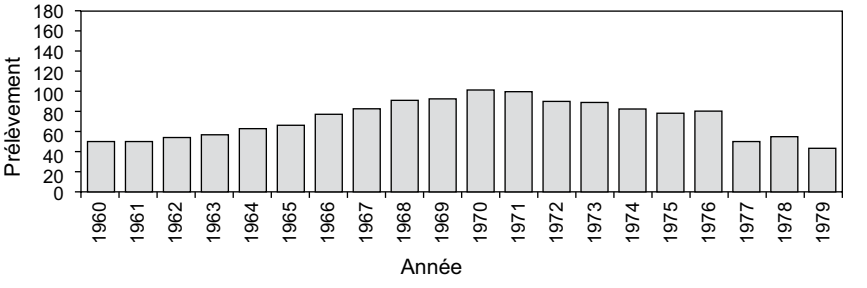


Schéma 3.4A La comparaison des prélèvements illustre l'impact de politiques extrêmes

Note : Les données sont indexées sur l'inflation. Le portefeuille de simulation a une valeur de départ de 1 000 dollars et il est réajusté chaque année pour détenir 60 % d'actions et 40 % d'obligations. La situation réelle de Yale comprend des dons nouveaux alors que ce n'est pas le cas pour la simulation.

qu'une attention exclusive portée à la préservation du pouvoir d'achat du fonds de réserve n'aurait permis aucun prélèvement pour le soutien au budget opérationnel pendant plus de la moitié de la période étudiée.

Le schéma 3.4B montre l'impact de ces politiques de prélèvement extrêmes sur le fonds de réserve. La recherche d'un prélèvement stable, comme illustré sur le premier graphique, produit une volatilité énorme pour le fonds de réserve. À l'inverse, la préservation du pouvoir d'achat du fonds de réserve favorise la relative stabilité des capitaux, comme le montre le deuxième graphique.

Les politiques de prélèvement conçues pour apporter un soutien constant aux activités, indexé sur l'inflation, et illustrées par les graphiques du haut des schémas 3.4A et 3.4B, dépendent de marchés financiers positivement orientés pour fonctionner correctement. Observez les résultats spectaculairement différents des simulations menées en utilisant les données des années 60 et celles des années 70.

Les années 60 ont généré des rendements substantiels pour les investisseurs. Les actions ont rapporté 7,8 % par an et les obligations 3,5 %, dans un environnement où l'inflation n'a été que de 2,5 %. Les conseillers adoptant des politiques de prélèvement stable n'ont fait que peu de dégâts sur le fonds de réserve, ne provoquant qu'un déclin du pouvoir d'achat d'environ 10 %.

À l'inverse, les conditions économiques et financières des années 70 ont gravement menacé les institutions possédant des fonds de réserve, car l'inflation élevée et les mauvais rendements des marchés financiers ont entraîné des coupes substantielles dans les capitaux. L'inflation, s'élevant à 7,4 % par an, a dépassé les rendements des actions américaines (5,9 % l'an), des obligations (7 %) et les rendements monétaires (6,3 %). Les investisseurs n'étaient nulle part à l'abri. Les simulations montrent qu'en 1970, si un portefeuille traditionnel avait suivi une politique de prélèvement stable, plus de 60 % de son pouvoir d'achat seraient partis en fumée dix ans plus tard.

Les politiques de prélèvement focalisées sur la préservation du fonds de réserve, illustrées sur les graphiques médians des schémas 3.4A et 3.4B, ont échoué à fournir un quelconque soutien au budget opérationnel pendant douze des vingt années qui se sont étalées de 1960 à 1979, soulignant l'impossibilité de fonctionner dans le cadre d'une politique étroitement centrée sur la préservation du capital. Même dans l'environnement favorable des années 60, les rendements de l'investissement n'ont apporté aucun soutien au budget opérationnel pendant trois années sur dix. Les années 70 ont été tellement défavorables que même avec un seul prélèvement décent au profit du budget, les politiques de fonds de réserve stable ont échoué à préserver les capitaux, leur pouvoir d'achat ayant décliné de presque 24 %.

La politique de Yale, dont les niveaux de prélèvement et de fonds de réserve sont illustrés par les graphiques du bas des schémas, respecte la règle du prélèvement

stable beaucoup plus fidèlement que celle du fonds de réserve stable. De la même manière que d'autres institutions dotées d'un fonds de réserve, Yale a subi dans les années 70 un déclin formidable du pouvoir d'achat de son fonds de réserve car l'institution a puisé des fonds pour soutenir la mission d'enseignement de l'Université. En prélevant à des taux impossibles à tenir sur le long terme, le pouvoir d'achat des capitaux a décliné spectaculairement, baissant de plus de 40 % dans les années 70. Le comportement de Yale dément la suggestion de Hansmann selon laquelle la préservation du fonds de réserve domine la stratégie de l'institution.

CONCLUSION

La politique d'investissement et de prélèvement soutient les objectifs pour lesquels les institutions d'enseignement accumulent un fonds de réserve, fournissant le cadre nécessaire à une stabilité accrue, à une indépendance consolidée et à l'excellence universitaire. En atteignant l'objectif à long terme de la préservation du pouvoir d'achat du capital et l'objectif à moyen terme d'un soutien régulier et conséquent au budget opérationnel, les *colleges* et les universités répondent à l'exigence de l'économiste James Tobin selon qui un fonds de réserve « doit continuer de soutenir à l'avenir l'ensemble des activités qu'il soutient aujourd'hui »[1].

Les administrateurs sont confrontés au défi d'équilibrer les objectifs contradictoires de la préservation des capitaux et du soutien aux opérations courantes. Les règles de prélèvement résolvent cette tension en précisant l'importance relative de la réaction à la valorisation actuelle du fonds de réserve (contribuant ainsi à la préservation du capital) et celle de la réaction aux niveaux antérieurs de prélèvement (contribuant de cette façon au soutien financier régulier). Le taux de prélèvement ciblé joue un rôle important dans la détermination de la capacité d'un fonds à atteindre l'objectif de son intergénérationnalité, des taux de prélèvement trop élevés favorisant les universitaires actuels alors que des taux trop bas privilégient ceux de demain.

Les donateurs du fonds de réserve souhaitent apporter un soutien permanent à une activité désignée par eux, exigeant des gestionnaires qu'ils préservent la capacité de chaque aspect spécifique du fonds afin de servir à l'achat des mêmes biens et services dans la durée. Les taux d'inflation auxquels sont confrontées les institutions d'enseignement dépassent l'augmentation générale des prix car ces organisations,

1. Tobin, "Endowment Income", 427.

très dépendantes des ressources humaines, ne parviennent pas à réaliser des gains de productivité, ce qui accroît les difficultés à maintenir le pouvoir d'achat d'un fonds de réserve. Les dons nouveaux ne parviennent pas à soulager la pression exercée sur la préservation de la valeur du capital, car les contributions au fonds de réserve servent à étendre l'ensemble des activités financées par l'institution et ils accroissent la taille du portefeuille à préserver.

Le processus qui consiste à définir et à formuler les objectifs bénéficie à tous les gestionnaires, car il mène à des conclusions différentes en fonction des investisseurs. Dans le cas d'institutions aussi proches que les fonds de réserve et les fondations, les différences de caractéristiques des organisations font différer les objectifs. Les dissemblances d'environnements opérationnels conduisent à fixer des objectifs d'investissement différents qui s'adaptent aux possibilités et aux contraintes spécifiques d'une institution donnée.

En fournissant le critère définitif à partir duquel mesurer l'intérêt de diverses règles d'investissement et de prélèvement, les objectifs d'investissement servent de fondement au processus de gestion des capitaux. Ces objectifs influencent la philosophie qui sous-tend la création des portefeuilles, fournissant une aide précieuse aux gestionnaires des fonds. Les investisseurs évaluent différentes combinaisons d'allocations d'actifs et de règles de prélèvement en fonction de leur capacité à atteindre les objectifs de l'institution, plaçant la formulation des objectifs d'investissement au cœur du processus d'investissement.

4

La philosophie d'investissement

Les investisseurs qui obtiennent les meilleurs résultats élaborent des philosophies d'investissement qu'ils appliquent avec régularité à tous les aspects du processus de gestion du portefeuille. Ces principes traduisent des positions qui ont démontré leur pertinence en matière d'investissement et sont devenues des convictions professionnelles durables. Les principales composantes de l'approche des marchés d'un investisseur sont fondées sur des certitudes fondamentales quant aux moyens les plus efficaces de générer des rendements d'investissement afin d'atteindre les objectifs institutionnels.

Les rendements d'investissement proviennent de décisions concernant trois outils de gestion de portefeuille : l'allocation d'actifs, le *market timing* et la sélection des véhicules d'investissement. Le comportement de l'investisseur détermine l'importance relative de chaque aspect de la gestion de portefeuille, les investisseurs attentifs construisant consciemment des portefeuilles reflétant la contribution espérée de chacun des outils de gestion de portefeuille.

L'allocation d'actifs, le point de départ de la construction de portefeuille, implique de définir les classes d'actifs qui constituent le portefeuille et de déterminer la proportion du capital qui va être allouée à chacune de ces catégories. Les classes d'actifs habituelles pour les institutionnels comprennent les actions nationales, les actions étrangères, les obligations, les placements ayant un objectif de performance absolue, l'immobilier et les participations à des entreprises non cotées en bourse. Les règles qui régissent le portefeuille établissent l'importance qu'aura chaque classe d'actifs dans le fonds.

Le *market timing* consiste à dévier à court terme de la cible que fixent les règles d'investissement à long terme. Par exemple, supposons que l'objectif à long terme soit de constituer un fonds composé de 50 % d'actions et de 50 % d'obligations.

Un gestionnaire de fonds qui détermine que les actions sont temporairement bon marché et les obligations temporairement surévaluées pourrait opter pour une tactique de pondération du portefeuille à 60 % d'actions et 40 % d'obligations. Le rendement résultant de la surpondération des actions et de la sous-pondération des obligations constitue la plus-value attribuée au *market timing*.

La sélection des véhicules d'investissement est le résultat de la gestion active de chaque classe d'actifs. Si un gestionnaire crée un portefeuille qui reproduit fidèlement les marchés (gestion passive), il ne fait aucun pari actif. Dans la mesure où un portefeuille diffère de la composition générale du marché, la gestion active compte pour une partie des résultats de l'investissement. Par exemple, le rendement provenant de la sélection des véhicules pour les actions américaines serait égal à la différence entre le rendement du portefeuille d'actions américaines et le rendement global du marché domestique lui-même défini par un indice tel que le Wilshire 5000.

Le rôle de l'allocation d'actifs

De nombreux investisseurs croient qu'une loi de la finance impose que les décisions concernant les règles d'allocation dominent le rendement du portefeuille, reléguant le *market timing* et la sélection des véhicules d'investissement à un rôle secondaire[1]. Dans une étude de l'an 2000, Roger Ibbotson et Paul Kaplan ont étudié un certain nombre d'articles sur la contribution de l'allocation d'actifs au rendement de l'investissement. Les auteurs observent que « en moyenne, les règles d'allocation comptent pour un peu plus de la totalité des rendements », impliquant que la sélection des véhicules et le *market timing* n'apportent aucune contribution effective au rendement. Dans une autre allusion au rôle central des décisions concernant l'allocation d'actifs, Ibbotson et Kaplan concluent que « … environ 90 % de la variabilité des rendements d'un fonds dans le durée sont imputables à la variabilité des règles d'allocation »[2].

Les investisseurs traitent souvent le rôle central de l'allocation d'actifs dans la détermination du rendement d'un portefeuille comme un truisme. Mais ce n'en est pas un. L'étude d'Ibbotson et de Kaplan décrit le comportement de l'investisseur, et non une théorie financière. Imaginez un portefeuille (particulièrement original) exclusivement constitué d'une seule action achetée pour le long terme : son rendement

1. Roger G. Ibbotson and Paul D. Kaplan, "Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?", *Financial Analysts Journal* 56, no. 1 (2000): 32.
2. *Ibid.*, 29.

proviendra en grande mesure de la sélection de cette action. Ou bien considérez la stratégie qui consiste à négocier agressivement et à très court terme les futures sur obligations : c'est le *market timing* qui va alors dominer les rendements.

De toute évidence, les gestionnaires de portefeuilles institutionnels achètent habituellement plus d'une action et appliquent rarement des stratégies agressives de day-trading. Les investisseurs détiennent plutôt des portefeuilles largement diversifiés et évitent le *market timing*, laissant l'allocation d'actifs déterminer les résultats de l'investissement. Etant donné les difficultés que représentent le *market timing* et la sélection de véhicules, un tel comportement fournit un fondement rationnel à la gestion des investissements. En évitant les modifications d'allocation extrêmes et en détenant des portefeuilles diversifiés, les investisseurs font que l'allocation compte pour la plus large part des rendements de leurs portefeuilles.

Reconnaître que les décisions concernant l'importance relative de l'allocation d'actifs, du *market timing* et de la sélection des véhicules sont du ressort de l'investisseur, fournit un point de départ essentiel à ceux qui établissent les règles d'investissement. Au lieu d'accepter passivement l'importance écrasante de l'allocation d'actifs, les investisseurs avertis considèrent chaque source de revenu comme un facteur indépendant et significatif. Au final, en formulant une philosophie au sujet des rôles respectifs de l'allocation d'actifs, du *market timing* et de la sélection de véhicules, les investisseurs déterminent la caractéristique fondamentale du processus de gestion des investissements.

En choisissant de placer l'allocation d'actifs au centre du processus d'investissement, Les investisseurs enracinent le cadre de prise de décision dans le fondement stable d'un comportement basé sur une politique à long terme. La priorité portée à l'allocation d'actifs relègue le *market timing* et la sélection des véhicules d'investissement à l'arrière-plan, réduisant le niveau de dépendance des résultats à des facteurs changeants et imprévisibles.

La sélection des classes d'actifs détenus au sein d'un portefeuille constitue un ensemble de décisions très important, contribuant dans une large mesure à la réussite ou à l'échec d'un portefeuille. L'identification des bonnes classes d'actifs exige de porter une attention particulière à leurs caractéristiques fonctionnelles, et une réflexion approfondie sur leur capacité à générer des rendements et à atténuer le risque global du portefeuille. L'engagement en faveur d'une catégorie améliore les rendements, alors que la recherche de la diversification réduit le risque. Une concentration soutenue et délibérée sur l'allocation d'actifs domine les priorités des investisseurs à long terme.

Les principes de la détention d'actions et de la diversification sous-tendent les décisions d'allocation d'actifs des investisseurs à long terme les plus sérieux. L'expérience et la théorie financière en viennent toutes deux à la conclusion que la détention d'actions produit des rendements supérieurs à la détention d'obligations. Les investisseurs cherchant à générer des rendements élevés se tournent donc naturellement vers des allocations substantielles en actions. Dans le même temps, les risques associés à la concentration des portefeuilles sur une seule catégorie d'actifs tempèrent les investisseurs, poussant les acteurs prudents sur le marché à diversifier l'exposition de leur portefeuille. Exprimer un penchant pour les actions et maintenir une diversification appropriée permet de poser les fondations d'une construction solide de portefeuilles d'investissement.

Le rôle du *market timing*

Le *market timing*, selon Charles Ellis, représente une stratégie perdante. « Il n'existe aucune preuve qu'il y ait jamais eu d'institution possédant la capacité d'entrer régulièrement sur les marchés lorsqu'ils sont bas et d'en sortir lorsqu'ils sont hauts. Les tentatives d'arbitrage entre les actions et les obligations, ou entre les actions et les instruments monétaires, dans l'anticipation de mouvements de marché ont bien plus souvent échoué qu'elles n'ont réussi. »[1]

Le *market timing* implique que les caractéristiques du portefeuille dévient de celles qui sont définies dans sa politique générale, ce qui produit inévitablement des différences en termes de risque et de rendement. Si les *market timers* augmentent le profil de risque d'un portefeuille en surpondérant un actif risqué aux dépens d'un actif moins risqué, les administrateurs doivent apprécier la pertinence de ce choix qui consiste à déplacer le risque au-dessus des niveaux de la politique habituelle du portefeuille. Si des portefeuilles plus risqués affichent des caractéristiques compatibles avec les objectifs de l'institution, les gestionnaires devraient penser à adopter une politique plus risquée. Si le risque supplémentaire apporté par les *market timers* fait hésiter les administrateurs, alors la prudence exige de rejeter toute augmentation, même temporaire, du risque. Les investisseurs sérieux évitent le *market timing*.

1. Charles D. Ellis, *Winning the Loser's Game - Timeless Strategies for Successful Investing*, 3d ed. New York, McGraw Hill, 1998, 11.

Le rôle de la sélection des titres

Dans des marchés efficients, la gestion active de portefeuille, tout comme le *market timing*, a tendance à diminuer la performance globale de l'investissement. En termes de performance relative, la sélection de titres constitue un jeu à somme nulle. Dans la mesure où IBM, de même que toute autre action cotée, représente une part définie et mesurable de la valeur globale du marché américain, un investisseur donné ne peut détenir une position surpondérée sur IBM que si d'autres investisseurs détiennent une position sous-pondérée correspondante sur cette valeur. Le gestionnaire actif qui surpondère IBM dans son portefeuille impacte le marché et supporte des coûts de transaction en modifiant sa position ; simultanément, d'autres gestionnaires actifs sous-pondèrent IBM, supportant les mêmes coûts et impactant le marché dans la même proportion. Un seul de ces engagements va s'avérer juste au regard de la performance future d'IBM. Mesuré par le changement de prix d'IBM par rapport au marché, le montant engrangé par les gagnants est égal à celui que les perdants déboursent. Comme les gestionnaires actifs payent le prix fort pour pouvoir jouer à ce jeu, la globalité des investisseurs actifs va perdre le montant des frais de gestion, des coûts de transaction et de l'impact de leurs engagements sur le marché.

Dans des marchés moins efficients, la gestion active produit des rendements non négligeables. En fait, la reproduction passive de rendements types s'avère impossible en dehors des marchés boursiers tels que les actifs non cotés, les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier (*leverage buy out* : LBO), l'immobilier et les matières premières. Et même si c'était possible, les investisseurs préféreraient certainement avoir une approche plus sélective. Lorsqu'on les examine sur de longues périodes, les catégories d'actifs non liquides produisent dans l'ensemble des rendements médiocres si on les compare aux titres cotés moins risqués.

Une relation inverse existe entre l'efficience dans l'estimation de la valeur des titres et le degré approprié de gestion active. La gestion passive convient à des marchés hautement efficients, comme les obligations d'État où les rendements du marché conditionnent le résultat de l'investissement et où la gestion active n'apporte que peu ou pas du tout de valeur ajoutée. Les stratégies de gestion active conviennent aux marchés inefficients tels que les participations privées, où les rendements du marché ne contribuent que peu aux résultats finaux de l'investissement, et où la sélection des titres fournit la principale source de rendement.

Les participants aux marchés enclins à accepter l'illiquidité obtiennent un avantage significatif dans la recherche de rendements élevés ajustés au risque. Comme les intervenants sur les marchés paient par habitude le prix fort pour obtenir la

liquidité, les investisseurs sérieux tirent profit du fait d'éviter les titres liquides survalorisés et d'accepter des alternatives moins liquides.

La poursuite de stratégies orientées sur la valeur améliore les chances de réussite en matière de sélection des titres. La valeur peut être recherchée soit en identifiant des titres sous-évalués, soit en apportant des compétences nouvelles à l'entreprise visée. Ceux qui investissent dans la valeur opèrent avec une marge de sécurité que n'ont pas les investisseurs moins conservateurs.

Le niveau d'opportunités de gestion active au sein de différentes catégories d'actifs fournit une information importante pour le processus de gestion de portefeuille. Mettre en relation des catégories d'actifs inefficacement évalués avec des opportunités intéressantes de gestion active augmente les chances de réussir dans l'investissement. Une acceptation intelligente de l'illiquidité et une orientation sur la valeur constituent une approche sensée et conservatrice de la gestion de portefeuille.

En structurant un portefeuille, les investisseurs effectuent des choix, explicites ou implicites, concernant les rôles respectifs de l'allocation d'actifs, du *market timing* et de la sélection de titres. Un cadre de gestion de portefeuille solide dépend des décisions d'allocation et intègre une tendance à privilégier les actions associée à un niveau de diversification approprié. Comme les tentatives de *market timing* s'avèrent en général perdantes, et entraînent toujours une déviation des portefeuilles par rapport à leurs caractéristiques souhaitées, les investisseurs sérieux évitent le *market timing*. La sélection des titres, bien qu'extrêmement difficile à faire avec un succès régulier, est une possibilité d'ajouter de la valeur aux rendements du portefeuille. Les investisseurs améliorent leurs chances de battre le marché en recherchant les rendements supérieurs là où la quantité d'opportunités paraît la plus élevée, en acceptant des niveaux raisonnables d'illiquidité et en conservant une orientation sur la valeur.

L'ALLOCATION D'ACTIFS

Le penchant pour les actions

Les investisseurs sensés approchent les marchés avec un penchant très net pour les actions, car le risque qu'ils prennent en les détenant est compensé par des rendements plus élevés à long terme. Des rendements élevés contribuent fortement à

atteindre les objectifs de préservation du pouvoir d'achat et de soutien régulier au budget opérationnel de l'institution. En fait, la tension entre les objectifs contradictoires de préservation des capitaux et de prélèvement au profit des activités de l'institution ne peut être soulagée qu'en augmentant les retours sur investissement.

La théorie financière pose comme postulat que l'acceptation d'un risque plus élevé entraîne des rendements espérés plus conséquents. Par une coïncidence heureuse, les données historiques des marchés de capitaux collectées par Roger Ibbotson et Rex Sinquefield viennent soutenir cette conclusion théorique. Voyez les multiples d'enrichissement pour des investissements effectués dans différentes catégories d'actifs américains et pour l'inflation, indiqués dans le tableau 4.1.

Catégorie d'actifs	**Multiple**
Inflation	11 fois
Notes du Trésor	18 fois
Obligations du trésor	71 fois
Obligations privées	100 fois
Actions de grandes capitalisations	2 658 fois
Actions de petites capitalisations	13 706 fois

Source : Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book.

Tableau 4.1 Les actions génèrent des rendements supérieurs sur le long terme. *Multiples d'enrichissement des actifs américains et de l'inflation (décembre 1925 – décembre 2005).*

La preuve historique

Les données montrent qu'un dollar investi en bons du Trésor à la fin de 1925, revenus réinvestis, aurait été multiplié par dix-huit au 31 décembre 2005. À première vue, le fait d'avoir multiplié par 18 l'investissement original paraît satisfaisant. Toutefois, étant donné que 60 % de cette croissance auraient été perdus à cause de l'inflation, le résultat perd de son lustre. Le faible rendement des bons du Trésor n'est pas une surprise. Sur au moins deux points, les bons du Trésor se sont révélés presque dénuées de risque. Les investisseurs ne prennent pratiquement aucun risque d'insolvabilité, le gouvernement américain représentant peut-être l'entité la plus solvable du monde. De plus, les bons du Trésor ont fourni une couverture contre l'inflation, grâce à des rendements qui suivent de près l'augmentation des prix. Le prix à payer pour ces caractéristiques attractives a été un rendement extrêmement faible. Ainsi, avec le recul, on s'aperçoit que les bons du Trésor n'auraient pas été

un investissement approprié pour une institution qui recherche des rendements nettement supérieurs à l'inflation.

En remontant un peu plus haut sur l'échelle du risque, le même dollar investi en obligations à long terme du Trésor à la fin de 1925 aurait été multiplié par 71 à la fin de 2005. Les obligations du Trésor partagent avec les bons du Trésor un très haut niveau de solvabilité. Mais contrairement à des instruments à plus court terme, les obligations démontrent un rendement réel très incertain. Les obligations à vingt ans, qui sont utilisées dans l'analyse d'Ibbotson-Sinquefield, traversent deux décennies de taux d'inflation inconnus et imprévisibles au moment de l'achat. Non seulement les rendements réels varient énormément, mais les rendements nominaux fluctuent également sur des périodes de détention plus courtes que l'échéance à maturité. Ce risque plus élevé des obligations à long terme a été récompensé par des rendements plus conséquents mais qui ne parviendraient cependant pas à fournir un soutien significatif à une institution qui ne dépense que les retours sur investissement supérieurs à l'inflation.

Les obligations du secteur privé sont une alternative à l'investissement dans des titres de créance de l'État. Sur la période de quatre-vingt ans considérée, les obligations privées ont fourni un multiple de 100, dépassant le multiple de 71 des obligations d'État dépourvues de risque. Ce rendement supérieur correspond à la rémunération pour le risque de crédit et le risque d'appel liés aux obligations privées[1]. Par nature, les obligations privées qui ont des notes de crédit élevées sont des instruments financiers hybrides, combinant des caractéristiques obligataires avec le risque des actions et une part d'optionalité.

Le multiple de 18 attaché à l'investissement en bons du Trésor, celui de 71 pour des obligations du Trésor et le multiple de 100 pour des obligations privées représentent les rémunérations de prêts à long terme. Ces prêts sont des actifs à risque relativement faible. Dans le cas des obligations du Trésor, la bonne foi et la solvabilité du gouvernement américain sont engagées dans le paiement des intérêts et le remboursement final en bonne et due forme. Dans le cas des obligations privées, elles comprennent un droit de préemption sérieux sur les biens de l'entreprise qui les émet. C'est-à-dire que les remboursements obligataires ont la priorité sur les dividendes versés aux propriétaires de l'entreprise que sont les actionnaires.

---

1. Le risque d'appel est la possibilité qu'un émetteur rembourse les obligations par anticipation à un prix fixe avant leur maturité. Les détenteurs d'obligations sont en général pénalisés lorsque les émetteurs remboursent les obligations, car ces remboursements ont lieu dans un contexte de baisse des taux d'intérêt.

De toute évidence, en tant que créanciers non prioritaires, les détenteurs d'actions courent un risque plus grand que les détenteurs d'obligations. Dans les cas extrêmes, lorsque les entreprises échouent à respecter leurs obligations, les actionnaires peuvent tout perdre. À cause de ce risque, les actions américaines ont très largement surperformé les obligations sur de longues périodes.

Un dollar investi sur le marché actions ordinaire à la fin de 1925 aurait été multiplié par 2 658 au bout de quatre-vingt ans. Il existe donc une différence énorme entre le rendement espéré d'un investissement conservateur en instruments monétaires (18 fois) ou en obligations d'État (71 fois) et celui d'un investissement plus risqué en actions (2 658 fois).

Les avantages à long terme de la détention d'actions augmentent à mesure que l'on monte sur l'échelle du risque. Lorsque les investisseurs assument le risque représenté par un investissement dans les petites capitalisations, le même dollar de 1925 est multiplié par 13 706 pendant la période, ce qui constitue un montant stupéfiant par rapport aux autres catégories d'actifs. Bien que certaines controverses entourent la méthodologie des mesures de rendements effectuées par Ibbotson-Sinquefield pour les petites capitalisations, leur travail donne une idée des rendements à long terme provenant de l'acceptation d'un risque plus élevé.

Quoique les données sur quatre-vingt ans d'Ibbotson-Sinquefield montrent des résultats convaincants, des périodes plus longues fournissent des conclusions encore plus spectaculaires. Jeremy Siegel, professeur à Wharton, examine dans son livre *Stocks for the Long Run* les retours sur investissement de 1802 à 2001. En utilisant les données récentes d'Ibbotson-Sinquefield pour compléter les statistiques de Siegel afin d'obtenir l'analyse d'une période de plus de deux siècles, un dollar investi sur le marché actions équivaut à la somme de 10,3 millions de dollars à la fin de la période. Sur la même durée, les rendements monétaires ont généré un multiple de seulement 4 800. Le pouvoir de rentabilité des investissements en actions sur de longues périodes domine les multiples obtenus par les investissements en Notes et en obligations, comme le montre le tableau 4.2.

Accessoirement, les fans de l'or seront déçus d'apprendre que la valeur de leur métal précieux n'a été multipliée que par 27, loin derrière les rendements à faible risque des obligations d'État et ne dépassant l'inflation que de 16 modestes points.

Ces découvertes suggèrent que les investisseurs à long terme tirent le maximum de leur capital en investissant dans des actifs à risque fort et rendement élevé plutôt que dans les instruments de créance des gouvernements et des entreprises. Mais comme toutes les généralisations, cette conclusion apparemment évidente exige un examen plus attentif.

Catégorie d'actifs	Multiple
Inflation	16 fois
Notes du trésor	4,8 mille fois
Obligations du Trésor	19,5 mille fois
Actions des grosses capitalisations	10,3 million fois

Source : Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book ; Jeremy Siegel, Stocks for the Long Run, New York 2002, Bloomberg.]

Tableau 4.2 Les actions produisent des résultats stupéfiants sur le long terme. *Multiples d'enrichissement des catégories d'actifs américains et de l'inflation (décembre 1802 – décembre 2005).*

Les études des marchés qui ne se focalisent que sur les rendements des titres américains passent à côté d'informations importantes. Un travail universitaire récent de Will Goetzmann et Philippe Jorion sur l'histoire de l'investissement dans d'autres pays réduit la confiance dans la supériorité à long terme de l'investissement en actions[1]. En effet, une déformation apparaît lorsque les données excluent des marchés (ou des fonds de placement ou des titres individuels) qui ont disparu. Comme les véhicules d'investissement à risque élevé et haut rendement ont tendance à faillir beaucoup plus souvent que leurs homologues à risque et rendement faibles, l'échantillon des survivants surestime les rendements réels et sous-estime le risque réel. Au début du XX^{e} siècle, des marchés actions actifs existaient en Russie, en France, en Allemagne et en Argentine. Tous ont connu des interruptions pour de multiples raisons telles que les troubles politiques, la guerre et l'hyper-inflation. De toute évidence, ces marchés ont apporté une contribution inexistante aux études sur les marchés financiers. Même les marchés qui ont connu une continuité sans faille, comme ceux des États-Unis et de la Grande-Bretagne, ont été fermés durant plusieurs mois pendant la Première Guerre mondiale[2]. Des études sur les rendements à long terme aux États-Unis ignorent le fait que les investisseurs sur des marchés étrangers ont obtenu des résultats moins favorables, avec parfois des rendements spectaculairement inférieurs.

1. William N. Goetzmann and Philippe Jorion, "Global Stock Markets in the Twentieth Century", *Journal of Finance*, 54, no. 3, 1999.
2. Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, and Stephen A. Ross, "Survival", *Journal of Finance* 50, no. 3 (1995): 855.

Outre le fait que l'enthousiasme pour les actions peut être fondé sur une préférence subjective, la déformation décrite plus haut[1] exagère la perception des rendements historiques. Une étude suggère que le retour annuel réel de 5 % sur investissement en actions américaines est exceptionnel, d'autres marchés obtenant habituellement un rendement inférieur de 3 %. Si l'on accepte cette conclusion concernant les rendements espérés des actions sur le long terme, ce type d'investissement devient considérablement moins attractif.

Au final, l'argument qui défend le penchant pour les actions dans le cas d'un investissement à long terme ne repose pas tant sur l'expérience statistique. La théorie financière enseigne avec bon sens que l'acceptation d'un risque plus élevé s'accompagne d'une espérance de gains plus conséquents. Bien que les rendements du marché américain des actions puissent ne pas être aussi élevés qu'ils l'ont été dans le passé, les investisseurs à long terme tireront profit d'une préférence pour les actions.

La diversification

Si les études sur les rendements des marchés actions indiquent que des niveaux élevés d'exposition profitent aux investisseurs à long terme, les risques associés apparaissent moins clairement. Une concentration significative sur une seule catégorie d'actifs met en grand péril les capitaux d'un portefeuille. Heureusement, la diversification fournit aux investisseurs un outil puissant de gestion du risque. En combinant des actifs dont les réactions aux forces qui dirigent les marchés sont différentes, les investisseurs créent des portefeuilles plus efficients. Pour un niveau de risque donné, des portefeuilles correctement diversifiés produisent des rendements plus élevés que des portefeuilles moins bien diversifiés. À l'inverse, par une diversification appropriée, un certain niveau de rendement peut être atteint avec un risque moins élevé. Harry Markowitz, pionnier de la théorie moderne de portefeuille, affirme que la diversification du portefeuille apporte un bonus aux investisseurs, car le risque peut être réduit sans sacrifier le rendement espéré.

---

1. Le biais dû aux survivants apparaît lorsque les données excluent certains marchés (ou certains fonds d'investissement ou certains titres) qui, de ce fait, disparaissent. Comme les marchés (ou les fonds d'investissement ou les titres) au rendement plus faible et au risque plus important ont tendance à échouer plus fréquemment que leurs pairs au rendement plus élevé et au risque plus faible, l'échantillon de survivants reflète un environnement qui surestime le rendement réellement atteint et sous-estime le risque réellement encouru.

Yale et la banque Eagle

Un exemple extraordinaire du risque inhérent à la concentration d'un portefeuille nous vient d'un événement catastrophique survenu aux débuts historiques du fonds de réserve de Yale. Un investissement beaucoup trop important et mal avisé dans une seule banque a failli ruiner le collège, et ses conséquences se sont fait sentir durant plusieurs décennies.

En 1811, Le trésorier du collège de Yale, James Hillhouse, et ses illustres collègues Eli Whitney, William Woolsey et Simeon Baldwin, ont obtenu le privilège de fonder la banque Eagle de New Haven. À cette époque, une seule autre banque accompagnait l'économie robuste de New Haven et le développement de ses commerçants. Espérant poursuivre une mission de soutien à l'industrie et au commerce, la banque Eagle disposait d'un capital de confiance important de la part du public.

William Woolsey, un commerçant et banquier expérimenté, fut le premier président de la banque, à son retour d'une brillante carrière à New York en tant que spéculateur sur le sucre, marchand de biens et banquier commercial. Avec Woolsey à sa tête et quelques uns des citoyens de New Haven parmi les plus en vue comme fondateurs, les conseillers financiers de Yale furent si convaincus de la santé de cette banque qu'ils demandèrent une dérogation spéciale de l'État du Connecticut pour pouvoir investir plus que la limite statutaire de 5 000 dollars dans la capital d'une seule banque. Yale n'a pas seulement investi bien au-delà de cette limite, mais ses conseillers firent également jouer un effet de levier en empruntant de l'argent. En 1825, à l'exception de quelques participations dans des projets municipaux, la totalité du fonds de réserve de Yale était investie dans la banque Eagle.

Malheureusement, la confiance de Yale fut trahie. À la suite de son retour aux affaires à New York en 1825, William Woolsey choisit George Hoadley, diplômé de Yale, avocat et maire de New Haven, pour lui succéder en tant que président de la banque. Les fondateurs de la banque étaient trop occupés par d'autres activités pour superviser Hoadley. En septembre 1825, après que Hoadley eût prêté sans garanties suffisantes la quasi-totalité du capital de la banque, le scandale éclata et la banque fit faillite. Le collège de Yale perdit plus de 21 000 dollars, ramenant la valeur du fonds de réserve à 1 800 dollars. Ses dettes impayées s'élevaient alors à plus de 19 000 dollars, contraignant son président, Jeremiah Day, à solliciter d'urgence de nouvelles sources de financement. L'effondrement de la banque fut catastrophique pour la ville de New Haven, précipitant l'économie locale dans la dépression. Tombé en disgrâce, George Hoadley déménagea tranquillement à Cleveland, où il termina sa vie en occupant la fonction de juge.

La fondation Clark et Avon

Bien que le portefeuille de Yale affichait au début du XIX^e^ siècle une concentration inhabituelle, des situations semblables existent de nos jours. Sur les quinze plus grandes fondations américaines, deux (la dotation de Lilly et la fondation Starr) ont placé presque tous leurs capitaux sur une seule action, une autre (la fondation Robert Wood Johnson) l'a fait pour plus de la moitié de ses capitaux, et encore une autre (la fondation Annie E. Casey) pour plus du quart de ses capitaux. Oublieux de la part de chance qui a contribué à hisser les portefeuilles non diversifiés en tête des classements, les conseillers utilisent la réussite passée pour justifier la continuation de cette concentration des capitaux sur une seule action. Pour chaque institution qui jouit d'une réussite brillante grâce à un portefeuille très concentré, un grand nombre d'autres institutions aux placements non diversifiés se languissent dans l'obscurité. Malheureusement, de nombreuses fondations font l'expérience du prix à payer pour la détention de portefeuilles radicalement concentrés.

Même lorsque les investisseurs font des efforts de bonne foi pour se diversifier, les résultats déçoivent parfois. Au début des années 70, les conseillers de la fondation Edna McConnell Clark décidèrent de réduire leur exposition aux produits Avon, l'entreprise qui fournissait l'essentiel des ressources de l'institution. En vendant des actions d'Avon pour financer un gestionnaire d'actions externe mieux diversifié, les conseillers espéraient réduire leur lourde dépendance au destin d'un seul titre. Le timing de cette décision tombait à pic, car les cotations d'Avon et d'autres membres du groupe des « Cinquante Glorieuses »[1] avaient atteint des hauteurs inespérées au sein d'un marché haussier des valeurs de croissance de grosse capitalisation.

Les conseillers choisirent J.P. Morgan pour gérer le portefeuille, sélectionnant ainsi la société de gestion de capitaux qui dominait la région. Poursuivant la stratégie qui avait bien réussi à ce gestionnaire et à ses clients, Morgan diversifia rapidement le portefeuille de la fondation en achetant d'autres valeurs de croissance de qualité. En échangeant les actions d'un titre des Cinquante Glorieuses contre celles d'autres entreprises semblables, le portefeuille de la fondation Clark s'est retrouvé sans protection lors de l'effondrement spectaculaire de ces valeurs de croissance.

L'expérience de Yale (la détention des seuls titres de la banque Eagle) et celle des investissements fatals de la fondation Clark sur les Cinquante Glorieuses sont autant

1. C'est ainsi qu'on avait nommé une cinquantaine de valeurs de croissance de qualité, parce qu'elles avaient attiré la faveur quasi fanatique des analystes et des investisseurs au début des années 70. Les investisseurs croyaient que ces titres possédaient des perspectives si extraordinaires que certains d'entre eux les appelaient des « one-decision stocks » : des actions que l'on décidait d'acheter et qu'il est hors de question de vendre un jour.

d'avertissements concernant la concentration d'un portefeuille. La vraie diversification exige de détenir des actifs qui réagissent différemment aux forces fondamentales qui dirigent les marchés.

Les actions et le Grand Krach

Même de larges catégories d'actifs génèrent parfois des risques trop élevés pour les investisseurs. Observez les multiples d'enrichissement des petites capitalisations pour la période qui a suivi le Grand Krach d'octobre 1929 (tableau 4.3).

Date	Multiple
30 novembre 1928	1,00 fois
31 décembre 1929	0,46 fois
31 décembre 1930	0,29 fois
31 décembre 1931	0,14 fois
30 juin 1932	0,10 fois

Source : Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book.

Tableau 4.3 Les actifs très risqués traversent parfois des trous d'air.
Les multiples de croissance des petites capitalisations de novembre 1928 à juin 1935.

Selon les données du tableau 4.3, les prix des petites capitalisations ont connu un sommet en novembre 1928. Un dollar investi lors de ce sommet aurait perdu 54 % de sa valeur en décembre 1929, 38 % de plus en décembre 1930, 50 % de plus en décembre 1931 et finalement 32 % de plus en juin 1932. De novembre 1928 à juin 1932, l'action des marchés a presque réduit à néant l'investissement de départ. Aucun investisseur privé ou institutionnel ne pourrait supporter un tel traumatisme. Comme les forces du marché transformaient les dollars en centimes, les investisseurs vendirent les petites caps, placèrent ce qui leur restait sur des bons du Trésor, et jurèrent de ne jamais plus investir sur le marché actions. Bien sûr, vendre des actions en juin 1932 était précisément une réaction erronée. Dix centimes investis dans des petites capitalisations au plus bas de la Grande Dépression auraient été multipliés par 137 000 au 31 décembre 2005.

Le scepticisme avec lequel les investisseurs envisageaient les actions dans les années 30 transparaît dans l'article de Robert Lovett « Gilt-Edged Insecurity », paru le 3 avril 1937 dans le *Saturday Evening Post*. Lovett commence son analyse des rendements historiques des marchés en suggérant que ses lecteurs « réfléchissent à

l'absurdité qui consiste à nommer "security"[1] une obligation ou une action ». L'analyse de Lovett montrait qu'un investisseur ayant acheté au début du siècle « 100 actions de chacune des entreprises les plus populaires » aurait vu leur valeur passer de 29 500 dollars à 180 000 à la fin de 1936. Il conclut en exhortant ses lecteurs de se souvenir : « (1) que les entreprises… meurent facilement et fréquemment ; (2) d'être extrêmement vigilant lorsque tout semble aller bien ; (3) qu'ils achètent des risques et non des "securities" ; (4) que les gouvernements rompent leurs promesses tout comme les entreprises ; et (5) qu'aucun investissement digne de ce nom n'est éternel »[2]. Ce commentaire de Lovett illustre brillamment la raison pour laquelle si peu d'investisseurs ont placé leur argent dans les petites capitalisations en juin 1932.

Les stratégies de diversification

Les institutions réagissent en général au risque actions en détenant autant de titres américains qu'il leur est raisonnablement possible de le faire, atténuant la volatilité du portefeuille en ajoutant au mélange des quantités significatives d'obligations et d'instruments monétaires. Au 30 juin 2005, le fonds de réserve éducatif moyen détenait 53 % d'actions américaines, 23 % d'obligations américaines et 5 % de liquidités, ce qui donne un total de 81 % d'instruments financiers cotés américains[3].

La grande concentration des capitaux placés en obligations et en cash, 28 % du portefeuille moyen étant placé sur ces instruments financiers, prive ces fonds de façon significative d'opportunités de plus-values. Au lieu de détenir des actions dont la valeur a été multipliée par 2 600 durant les quatre-vingts dernières années, les investisseurs diversifient leurs portefeuilles avec des titres à rendement fixe dont la valeur a été multipliée par 100 pour les obligations privées, par 71 pour les obligations d'État et par 18 pour les instruments monétaires.

Cette exposition démesurée de plus de 80 % aux instruments financiers du marché américain, avec plus de la moitié des capitaux investis dans les actions nationales, transgresse les principes d'une diversification intelligente. Engager plus de la moitié d'un portefeuille sur une seule catégorie d'actifs (en l'occurrence, les actions nationales) expose les investisseurs à un risque inutile dû à une concentration excessive. La corrélation importante entre les actions et les obligations d'un même

---

1. « instrument financier » en anglais (NdT).
2. Robert Lovett, "Gilt-Edged Insecurity", *Saturday Evening Post*, 1937.
3. Cambridge Associates, Inc. *1997 NACUBO Endowment Study.* Washington, D.C.: National Association of College and University Business Officers, 1998.

pays exacerbe les conséquences de cette dépendance aux actions domestiques. Des taux d'intérêt en hausse provoquent un déclin de la valeur des obligations, et peuvent également provoquer celui des actions, anéantissant ou réduisant l'espoir placé dans les effets de la diversification. Le même raisonnement s'applique aussi à la situation inverse. Dans de nombreuses circonstances, l'institution d'enseignement moyenne possède plus des quatre cinquièmes de son portefeuille en valeurs portées dans la même direction par les mêmes facteurs économiques.

En identifiant des catégories d'actifs qui montrent peu de corrélation avec les instruments financiers domestiques, les investisseurs engagent une diversification sans pour autant sacrifier les opportunités de plus-values en investissant dans des titres à rendement fixe. La stratégie de diversification la plus courante pour un investisseur américain consiste à ajouter des actions étrangères à son portefeuille. D'autres options incluent également les participations privées au capital d'entreprises non cotées, les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier, l'immobilier, les matières premières et les placements recherchant une performance absolue. Si ces catégories d'actifs fournissent des rendements aussi élevés que les actions mais d'une manière qui diffère de la catégorie d'actifs principale d'un portefeuille (les actions américaines), les investisseurs créent ainsi des portefeuilles qui offrent à la fois des rendements élevés et une bonne diversification. Bien qu'en ce qui concerne une catégorie spécifique d'actifs, l'espérance de rendements plus élevés est au prix d'une volatilité plus grande, le manque de corrélation entre des catégories d'actifs individuellement risquées réduit en fait le risque global du portefeuille. La diversification représente un « bonus » qui permet aux investisseurs de réduire le risque sans sacrifier les rendements.

La combinaison d'une préférence pour les actions et d'une diversification appropriée donne une base solide à l'établissement d'une politique d'allocation d'actifs. Pour répondre aux exigences du penchant pour les actions et à celles de la diversification, les institutions sensées identifient toute une variété de catégories d'actifs à haut rendement qui tirent leurs plus-values de façons fondamentalement différentes les unes des autres. En répartissant les capitaux sur une palette variée de catégories d'actifs, les investisseurs diminuent le risque de dégâts importants causés par une exposition non diversifiée à un seul marché, et améliorent la probabilité qu'une exposition bien diversifiée à des marchés différents génère des rendements élevés avec un niveau de risque plus bas.

LE *MARKET TIMING*

Le *market timing* volontairement appliqué se situe à l'opposé de la gestion de portefeuille disciplinée. John Maynard Keynes, dans un mémoire au comité d'investissement du Kings College, écrivit que « l'idée de modifications brusques et globales du portefeuille est impraticable et en fait indésirable. La plupart de ceux qui s'y risquent, vendent trop tard et achètent trop tard, subissant des frais élevés et développant un état d'esprit trop instable et spéculatif »[1]. Les déviations à court terme volontaires par rapport aux objectifs des règles d'investissement à long terme introduisent un risque substantiel dans le processus d'investissement.

Vus superficiellement, les arguments utilisés à l'encontre du *market timing* ressemblent étrangement à ceux que l'on avance en prenant des décisions d'allocation d'actifs. Par exemple, les investisseurs peuvent rejeter le *market timing* parce qu'il exige d'effectuer quelques paris non diversifiables. Ou bien les investisseurs pourraient éviter le *market timing* à cause des difficultés insurmontables de l'identification et de la prédiction de la multitude de variables qui influencent les prix du marché. Bien que des facteurs similaires influencent à la fois le *market timing* et l'allocation d'actifs, des différences d'horizon temporel d'investissement les séparent nettement l'un de l'autre.

Le *market timing*, défini comme un pari à court terme contre les objectifs de la politique à long terme, exige d'avoir raison à court terme par rapport à des facteurs qui sont impossible à prédire à court terme. Pourtant, les investisseurs peuvent raisonnablement prédire les principaux générateurs de plus-values à long terme, les anomalies du court terme étant absorbées dans les schémas de comportement prévisibles à long terme. Les investisseurs sensés évitent les paris forts contre l'allocation d'actifs adoptée par l'institution, éliminant ainsi le risque d'infliger de sérieux dommages à un portefeuille devenu incompatible avec les objectifs à long terme.

L'allocation d'actifs tactique

Dans les années 50, de nombreux investisseurs ont joué au *market timing* avec les rendements des actions et des obligations, en se basant sur « ce que l'on pourrait appeler un acte de foi dans l'idée que les bonnes actions doivent rapporter plus que

1. John Maynard Keynes, "Memorandum for the Estates Committee, King's College", Cambridge, May 8, 1938, *in* Charles D. Ellis, ed., *Classics: An Investor's Anthology*, Homewood, Ill., Business One Irwin in association with the Institute of Chartered Financial Analysts, 1989, 79–82.

les bonnes obligations »[1]. Lorsque les dividendes des actions dépassaient largement ceux des obligations, les investisseurs trouvaient les actions attractives, surpondérant celles-ci par rapport aux obligations. À l'inverse, lorsque les rendements obligataires se rapprochaient des dividendes des actions, les investisseurs favorisaient les obligations. L'historique a fourni un fondement solide à cette stratégie. « Les actions n'ont rapporté moins que les obligations que durant de courtes périodes, en 1929, 1930 et 1933. »[2] Cette technique fondée sur la valorisation a donc bien fonctionné jusqu'en 1958, lorsque les dividendes des actions ont dépassé pour la dernière fois les rendements obligataires. À la fin des années 50 et au début des années 60, quand les rendements obligataires ont commencé à dépasser durablement ceux des actions, les *market timers* devinrent plus lourdement investis en obligations qu'en actions. Bien sûr, ces investisseurs subirent alors un manque à gagner tout en attendant inutilement que les dividendes des actions donnent un signal d'achat. Au final, l'échec de la technique de *market timing* basée sur les rendements relatifs a contraint ses défenseurs à changer de métier.

Une version moderne et plus sophistiquée du jeu des rendements relatifs des années 50, l'allocation d'actifs tactique (AAT), modifie les pondérations des instruments financiers au sein du portefeuille en se basant sur les recommandations d'un modèle quantitatif sophistiqué. Après avoir gagné la faveur des institutions grâce à sa performance pendant le krach de 1987, son attractivité s'affaiblit dans les années qui suivirent, les réussites de la fin des années 80 s'estompant dans la mémoire des intervenants. Bien que les recommandations de l'AAT soient tirées de disciplines quantitatives apparemment sensées, le système souffre des défauts des autres mécanismes de *market timing*.

Un problème notable découlant de la triple manière habituelle d'envisager l'allocation d'actifs (actions, obligations, liquidités) a trait à la résorption des « anomalies de prix » identifiées par des modèles. Les modèles de l'AAT ont tendance à préférer les liquidités lorsque les taux d'intérêt à court terme égalent ou dépassent les taux à long terme, c'est-à-dire dans les environnements de courbe des taux plate ou inversée[3]. Lorsque l'AAT détient des quantités importantes de liquidités, les inves-

---

1. Gilbert Burck, "A New Kind of Stock Market", *Bank Credit Analyst*, April 1998, 22. Initialement publié dans Fortune, March 1959.

2. *Ibid.*

3. Les courbes de taux représentent graphiquement la relation entre le rendement et l'échéance à maturité des obligations de même qualité. Des courbes de taux normales se redressent car des rendements plus élevés accompagnent les maturités plus longues. Des courbes de taux plates reflètent des rendements constants, indépendants de la maturité. Des courbes de taux inversées décrivent des environnements où les taux à court terme dépassent les taux à long terme.

tisseurs profitent d'une protection significative dans des environnements où les taux d'intérêt augmentent. L'augmentation des taux provoque le déclin du prix des obligations, et peut également provoquer celui des actions (bien que la relation entre les actions et les obligations soit complexe, des taux d'intérêt plus élevés conduisent en général à une baisse des actions). En détenant des liquidités, les praticiens de l'AAT protègent les capitaux des portefeuilles de pertes dues au déclin des prix des obligations et des actions induit par l'augmentation des taux d'intérêt.

À l'inverse, si les investisseurs détiennent des liquidités lorsque la courbe des taux décline fortement, les portefeuilles peuvent subir un manque à gagner irréversible. Les déclins soutenus de la courbe des taux résultent de hausses brutales du prix des obligations, ce qui a en général pour effet de provoquer une hausse des actions. Les partisans de l'AAT, coincés dans des positions importantes de liquidités, reçoivent des rendements modestes alors que les obligations et les actions enregistrent des gains substantiels. Dans ce cas, les pertes sont irréversibles dans le sens que, bien que les liquidités soient originellement apparues comme étant la catégorie d'actifs la moins chère, un fort déclin des taux d'intérêt transforme cette attractivité en manque à gagner pour ceux qui les détiennent. Dans un environnement de taux d'intérêt déclinants, les plus-values engrangées par les détenteurs d'obligations et d'actions rendent la pilule des pâles performances des liquidités bien amère à avaler pour les partisans de l'AAT.

Comme les liquidités représentent une catégorie d'actifs médiocre pour les investisseurs à long terme, les stratégies de *market timing* les employant mettent en grand danger les capitaux des fonds de réserve. Si les investisseurs surpondèrent par erreur les liquidités et sous-pondèrent les actifs à plus haut rendement, les hausses à long terme de ces derniers actifs peuvent provoquer des manques à gagner irréversibles et dommageables au capital. Alors que des dégâts moins sévères peuvent résulter d'erreurs de timing entre deux catégories d'actifs à haut rendement, leurs conséquences finales dépendent des réactions contrariennes disciplinées appliquées aux pertes initiales dues au *market timing*. Une telle discipline est grandement attendue de ceux qui se sont engagés a priori dans le *market timing*.

Le rééquilibrage et le krach de 1987

Bien que relativement peu d'investisseurs admettent appliquer volontairement des stratégies de *market timing*, la plupart des portefeuilles souffrent de dérives lorsque les forces qui dirigent les marchés font dévier les allocations par rapport aux niveaux ciblés. Les circonstances entourant le krach de 1987 illustrent les coûts significatifs subis par ceux qui n'ont pas rééquilibré leur portefeuille avec discipline lors de mouvements de marché spectaculaires.

Pendant la période entourant l'effondrement du marché actions en 1987, les portefeuilles de fonds de réserve ont tout d'abord démontré des comportements disciplinés de rééquilibrage durant la hausse qui précéda le krach, puis montrèrent des signes de *market timing* pervers lors du carnage qu'a constitué le krach. En juin 1987, le fonds de réserve moyen était investi à hauteur d'un peu plus de 55 % de son capital dans les actions américaines et engagé à hauteur de presque 37 % sur les obligations et les liquidités[1]. Les allocations, au milieu de l'année 1987, ont marqué la fin d'une période de stabilité extraordinaire des portefeuilles, car entre 1985 et 1987 les allocations sur les actions variaient de 55 à 55,4 %, et les allocations sur les actifs à rendement fixe variaient de 36,7 à 36,9 %. Il apparaît que, durant les deux années qui précédèrent juin 1987, les gestionnaires de fonds de réserve pratiquaient le rééquilibrage de leurs portefeuilles, neutralisant les déséquilibres dus aux mouvements de prix des marchés. Comme les actions ont surperformé les obligations de 70 % durant les deux années concernées, ce n'est qu'en réajustant leurs portefeuilles que les investisseurs ont pu afficher pendant trois années fiscales consécutives des rapports indiquant des allocations presque constantes pour les actions et les obligations du marché domestique.

Après le krach d'octobre 1987, la stabilité des portefeuilles s'évanouit à mesure que les forces intervenant sur les marchés réduisaient mécaniquement les allocations des actions et augmentaient de la même manière les allocations des obligations. En réagissant à l'effondrement du prix des actions par la peur, le gestionnaire de fonds de réserve moyen a exacerbé le déséquilibre provoqué par le marché en vendant les actions. En participant à la hausse des obligations de qualité avec avidité, le gestionnaire de fonds de réserve moyen a stimulé leur hausse naturelle en en achetant de plus en plus. De juin 1987 à juin 1988, l'allocation des actions a décliné de 55,3 à 49,1 %, plus que ne l'explique la baisse des actions durant l'année. En face de ce déclin des actions, la proportion des actifs à rendement fixe augmenta de 36,7 à 41,9 %, plus que ne l'explique leur hausse. Rétrospectivement, les institutions d'enseignement ont acheté au plus haut et vendu au plus bas, suivant une recette impropre à assurer la réussite de tout investissement.

En réallouant plus de 5 % des capitaux des actions domestiques vers les obligations et les liquidités à la suite du krach de 1987, les gestionnaires de fonds de réserve ont subi un manque à gagner significatif car le marché a rebondi assez rapidement. Même lorsque les prix sont redevenus normaux, la peur envers le marché actions américain a persisté, car les allocations de fonds de réserve sur les obligations

1. Les chiffres concernant l'allocation des actifs dans les fonds de réserve viennent de Cambridge Associates, une société de conseil spécialisée dans les organisations non commerciales.

et les liquidités demeurèrent supérieures au niveau précédent le krach jusqu'en 1993. Les portefeuilles des *colleges* et des universités ont subi un sévère manque à gagner en conservant un profil peu risqué pendant des années après le krach du marché actions.

Une interprétation indulgente de la vente d'actions qui a suivi le krach implique la possibilité que les institutions ont laissé par complaisance les allocations actions dériver bien au-dessus des niveaux souhaités durant le marché haussier des années 80. Peut-être que le krach de 1987 a souligné le degré auquel les actions avaient dominé les portefeuilles institutionnels, obligeant les gestionnaires à s'alléger en actions pour rejoindre le profil de risque souhaité. S'il en est ainsi, les réductions d'allocations actions qui suivirent le krach représentent une réaction tardive, coûteuse et maladroite à un risque excessif pour les portefeuilles.

Une autre justification fondamentale pour réduire la proportion d'actions vient de la probabilité que le krach de 1987 a poussé les investisseurs à conclure que les caractéristiques de risque des actions différaient des *a priori* autrefois en vigueur. Il est possible que les évaluations passées de la variabilité du marché actions aient sous-estimé le risque réel, et que les rendements des actions démontrent des mouvements extrêmes plus fréquents que les participants aux marchés ne le croyaient précédemment. Il est certain que l'effondrement sans précédent du marché a obligé les investisseurs à réévaluer les caractéristiques générales du rendement des actions, ce qui a peut-être contribué à des modifications de portefeuilles allant des actions vers des instruments financiers moins risqués.

Malheureusement pour ceux qui cherchent une explication rationnelle au comportement des institutionnels, l'augmentation des allocations actions pendant les années 90 plaide contre l'interprétation des ventes de novembre et décembre 1987 comme étant des ajustements rationnels de portefeuille. Les investisseurs motivés par l'avidité détenaient de fortes allocations d'actions sur le chemin du krach, simplement pour les réduire significativement ensuite. À mesure que la confiance revenait, les allocations d'actions recommencèrent à monter, inversant les décisions d'allocations prises quelque temps auparavant. Les institutions d'enseignement, tour à tour avides et craintives, ont nui à leurs portefeuilles par leur réaction perverse au krach d'octobre 1987.

Avec l'avantage du recul, les achats d'actions après le krach s'avérèrent très judicieux, enrichissant ceux qui ont eu le courage d'aller dans le sens inverse de la foule. En fait, l'argent apparemment facile engrangé en achetant les actions ordinaires à la fin de 1987 a encouragé les investisseurs à suivre avec un enthousiasme accru la règle qui consiste à acheter dans les creux de marché.

Tout au long du marché haussier des années 90, le public a perçu chaque petite baisse du cours des actions comme une opportunité d'en acheter « au rabais ». Les investisseurs ont-ils appris une importante leçon de rééquilibrage du krach du marché actions de 1987, ou bien est-ce que le rebond relativement rapide des cours leur a indiqué une mauvaise direction ?

Tirer des conclusions du krach de 1987 sur les profits faciles venus de l'achat dans les creux de marché paraît peu fondé tant les circonstances entourant le krach d'octobre constituent un cas unique. La baisse de 23 % du S&P 500 en une seule journée correspond à un événement de déviation standard de facteur 25, un fait si rare pour une variable normalement distribuée qu'il dépasse l'imagination[1]. Fonder leur comportement futur sur le krach de 1987 et le rebond qui l'a suivi expose les investisseurs au danger que des baisses moins spectaculaires contiennent beaucoup moins d'informations concernant le comportement des cours à venir. Bien que la profitabilité à court terme de l'achat d'actions après un krach soit un aspect positif de l'activité de rééquilibrage, les investisseurs sont confrontés à la possibilité de confondre la fonction de rééquilibrage si importante pour le contrôle du risque avec l'activité incertaine et cupide qui consiste à « acheter dans les creux ».

La volatilité excessive

L'économiste de Yale Robert Schiller pense que les marchés sont d'une volatilité excessive[2]. C'est-à-dire que les cours ont tendance à fluctuer plus qu'il n'est nécessaire dans leur réaction aux facteurs fondamentaux tels que les bénéfices des entreprises ou les taux d'intérêt, qui déterminent la valeur intrinsèque du marché. En d'autres termes, « si les mouvements de prix étaient réduits… de telle façon qu'ils soient moins variables, les cours anticiperaient mieux les fondamentaux. » « L'accusation controversée » de Schiller, telle qu'il l'a lui-même appelée, donne « la preuve d'un échec du modèle d'efficience des marchés »[3]. Quiconque essaie de comprendre le krach d'octobre d'un point de vue fondamental, perçoit la valeur de l'opinion de Schiller.

---

1. Pour une variable normalement distribuée, un événement de déviation standard de facteur 1 apparaît tous les trois essais, un événement de déviation standard de facteur 2 tous les 20 essais, et un événement de déviation standard de facteur 3 tous les 100 essais. Un événement de déviation standard de facteur 8 apparaît tous les 6 milliards d'années, en se basant sur les 250 jours ouvrables de l'année. La fréquence d'apparition d'un événement de déviation standard de facteur 25 défie toute description.
2. Robert J. Shiller, *Market Volatility,* Cambridge, MIT Press, 1989.
3. *Ibid*, 2-3.

Dans un monde de volatilité excessive, les investisseurs sont attentifs à la direction des fluctuations de cours. Les baisses fournissent des opportunités d'achat et les hausses des opportunités de vente. Dans certaines situations, un actif devient moins risqué après une baisse importante, car il peut être acheté moins cher. La conclusion pleine de bon sens selon laquelle il faut acheter dans les creux s'oppose à la conclusion des statisticiens, qui observent qu'une baisse importante augmente la volatilité historique, ce qui implique un risque plus élevé attaché à l'actif concerné. Bien sûr, la volatilité des cours ne crée des opportunités que lorsque les prix changent plus qu'il n'est nécessaire pour refléter les modifications des fondamentaux sous-jacents.

Le rééquilibrage en temps réel

Un rééquilibrage fréquent des portefeuilles permet aux investisseurs de conserver un profil de risque constant et régulier, et d'exploiter les opportunités de plus-values générées par la volatilité excessive des cours. De plus, le rééquilibrage en temps réel a tendance à être moins coûteux car les transactions s'avèrent aller dans le sens du marché. Ceux qui rééquilibrent souvent achètent dès qu'une baisse intervient et vendent à la première hausse, fournissant dans les deux cas de la liquidité aux contreparties qui suivent la tendance dominante opposée. Bien que peu d'investisseurs consacrent le temps et les ressources nécessaires à la mise en œuvre du rééquilibrage en temps réel, un examen des avantages d'un rééquilibrage intensif fournit les éléments de compréhension de la valeur de cette stratégie.

Prenons l'activité de rééquilibrage effectuée à l'Université de Yale. Yale possède un certain nombre d'avantages dont ne jouissent pas la plupart des investisseurs. Le fonds de réserve de l'Université profite d'un statut d'exonération fiscale permettant des transactions fréquentes sans subir les conséquences fiscales associées à la réalisation des plus-values. Une équipe sophistiquée de professionnels de l'investissement gère les fonds au quotidien, fournissant le personnel nécessaire aux activités de gestion intensives. Le statut fiscal spécial et le personnel spécialisé de Yale autorisent l'Université à pratiquer le rééquilibrage en temps réel.

L'activité de trading de Yale pendant l'année fiscale se terminant au 30 juin 2003 fournit des informations sur le potentiel important du rééquilibrage des profits. Tout au long de l'année, le marché actions américain, tel que mesuré par l'indice Wilshire 5000, a généré un rendement total de 1,3 %. Les investisseurs faisant un tour d'horizon annuel des allocations de leur portefeuille n'auraient probablement pas ou peu effectué de rééquilibrage des lignes d'actions domestiques, à moins que les rendements d'autres catégories d'actifs n'aient provoqué un changement marqué

de la proportion du portefeuille allouée à ces actions. En fait, dans le cas de Yale, le rendement global du portefeuille pour l'année fiscale s'est élevé à 8,8 %, ce qui devrait normalement impliquer une stabilité raisonnable des allocations du portefeuille et des exigences modestes en ce qui concerne son rééquilibrage.

Mais l'apparence tranquille du marché actions durant l'année fiscale 2003 recélait des courants sous-jacents puissants. Tôt dans l'année fiscale, les marchés se sont effondrés. En juillet, l'indice Wilshire 5000 affichait un déclin de plus de 18 % entre son plus haut et son plus bas. Le marché a ensuite rebondi, regagnant presque à fin août le plus haut de juillet, avec une performance de plus de 19 %. À partir de ce plus haut de fin août, le marché s'est de nouveau effondré, baissant de plus de 19 % jusqu'à ce qui s'est avéré être le point le plus bas de l'année fiscale, atteint le 9 octobre. Les courants sous-jacents ont continué de brasser les marchés avec une hausse de 21 % en novembre, suivie d'une baisse de 14 % qui s'est terminée en mars. Un puissant rallye a ensuite soulevé le marché de presque 27 % jusqu'au plus haut de l'année fiscale, atteint à mi-juin, à partir duquel le marché a rebaissé pour finalement clôturer les douze mois à peu près au même niveau qu'au début de la période.

La volatilité du marché actions a généré de nombreuses opportunités d'effectuer des transactions de rééquilibrage. Chaque baisse ou hausse significative a permis aux investisseurs d'acheter dans les creux et de vendre aux sommets. Durant cette année fiscale 2003 l'activité de rééquilibrage a procuré à l'Université de Yale une foule de transactions profitables.

Dans la pratique, au début de chaque séance de bourse, Yale estime la valeur de chaque composante du fonds de réserve. Lorsque des catégories d'actifs cotés (les actions domestiques, les actions des pays étrangers développés, les actions des pays émergents et les actifs à rendement fixe) dévient des niveaux d'allocation ciblés, le département des investissements de l'Université prend les mesures nécessaires pour les rétablir. Pendant l'année fiscale 2003, Yale a exécuté pour environ 3,8 milliards de dollars de transactions de rééquilibrage des actions américaines, comportant à peu près autant de ventes que d'achats. Les profits nets de ce rééquilibrage se sont élevés à environ 26 millions de dollars, représentant un rendement de 1,6 % sur le portefeuille d'actions domestiques de 1,6 milliard de dollars.

Même si les profits dus au rééquilibrage apportent un sympathique bonus aux investisseurs, la motivation fondamentale du rééquilibrage est de coller aux objectifs de la politique à long terme. Dans le contexte d'une politique de portefeuille bien réfléchie, le rééquilibrage maintient le niveau de risque désiré. La génération de profits et le contrôle simultané du risque représentent une combinaison imbattable.

Peu d'institutions, et encore moins d'individus, possèdent les ressources nécessaires à la mise en œuvre d'un rééquilibrage quotidien des portefeuilles d'investis-

sement. Pourtant, peu importe la fréquence des rééquilibrages, la fidélité aux allocations d'actifs ciblées s'avère être un moyen important de contrôler le risque et un outil précieux d'amélioration du rendement. Les investisseurs sérieux utilisent des stratégies de rééquilibrage pour s'en tenir aux objectifs de la politique d'allocation d'actifs.

Les investisseurs espérant profiter à court terme des transactions de rééquilibrage sont presque certains de subir une déception sur le long terme. Sur de longues périodes, les portefeuilles qu'on autorise à dériver au gré des rendements des marchés ont tendance à contenir un nombre toujours plus élevé d'actifs risqués, car leurs rendements plus élevés font que les positions les plus risquées dépassent peu à peu en taille les autres catégories d'actifs. Le but fondamental du rééquilibrage réside dans le contrôle du risque, et non dans l'amélioration du rendement. Les transactions de rééquilibrage maintiennent les portefeuilles fixés sur les objectifs de la politique à long terme en rétablissant les déviations résultant de la différence de performance entre les différentes catégories d'actifs. Le rééquilibrage discipliné exige des nerfs solides et beaucoup de constance. Dans le contexte d'un marché baissier, le rééquilibrage paraît être une stratégie perdante car les investisseurs engagent alors des fonds sur des actifs démontrant une faiblesse relative persistante.

Comparez l'expérience positive de rééquilibrage des investisseurs en 1987, ou celle de Yale en 2003, avec le destin subi par les investisseurs pendant le marché baissier de 1973 et 1974. La baisse des cours exigeait l'achat d'actions, suivi par une nouvelle baisse qui entamait la valeur du capital, et conduisait à son tour à de nouveaux achats. Les pertes subies sur les transactions de rééquilibrage se sont avérées particulièrement douloureuses à mesure que les investisseurs appliquaient le sage principe consistant à acheter lors d'un marché baissier. Pour les investisseurs recherchant la préservation des objectifs d'allocation à long terme au début des années 70, deux années de détérioration presque ininterrompue des cours ont généré des pertes continues impitoyables.

Une hausse du cours des actions produit un ensemble de difficultés similaires. Dans un marché haussier soutenu, le rééquilibrage fait figure de stratégie perdante car les investisseurs vendent alors constamment des actifs qui affichent une progression continue de leur cours. Les années passent sans que l'on n'obtienne aucune récompense d'avoir agi ainsi, sauf celle de savoir que le portefeuille reflète les caractéristiques désirées en termes de rapport rendement/risque.

Le choix de ne pas rééquilibrer le portefeuille suivant la politique d'allocation à long terme force les gestionnaires à s'engager dans une stratégie délicate de *market timing* du suivi de tendance. Comme beaucoup de stratégies contrariennes, le rééquilibrage semble souvent stupide alors que les intervenants profitant du momen-

tum engrangent les gains en suivant la tendance. Sans crainte pour les conséquences éventuelles sur leur réputation, les investisseurs sérieux maintiennent le profil de risque de leur portefeuille grâce à des règles de rééquilibrage suivies avec discipline, évitant la tentation parfois forte de suivre les forces directrices du marché.

Burton Malkiel, dans son livre *Managing Risk in an Uncertain Era*, écrit : « Nous sommes particulièrement opposés au fait qu'une université essaie d'entrer et de sortir du marché actions selon sa capacité à anticiper les tendances. Les investisseurs qui souhaitent jouer au jeu du *market timing* doivent posséder un degré exceptionnel de prescience concernant la direction que prendra l'économie en général, les bénéfices des entreprises, les taux d'intérêt, et aussi tout l'ensemble des développements internationaux économiques, politiques et sociaux qui affectent les marchés. Une telle omniscience est, c'est le moins qu'on puisse dire, difficile à dénicher »[1]. Un conseil plus succinct à ceux qui souhaitent prédire le marché nous vient d'un trader sur le coton du XIX^e^ siècle : « Certains pensent que le marché va monter. D'autres qu'il va baisser. Moi aussi. Quoi que vous fassiez, vous aurez tort. Agissez tout de suite ».

Le *market timing* fait volontairement dévier le portefeuille des objectifs de sa politique à long terme, exposant l'institution à des risques qu'elle pourrait facilement éviter. Comme la politique d'allocation des actifs constitue le principal moyen par lequel les investisseurs expriment leurs préférences concernant le risque et le rendement, les gestionnaires sérieux tentent de minimiser les déviations par rapport à ces objectifs. Pour s'assurer que le portefeuille reflète les caractéristiques de risque et de rendement désirées, évitez le *market timing* et adoptez le rééquilibrage pour maintenir les différentes catégories d'actifs dans les proportions ciblées.

LA SÉLECTION DES ACTIFS

L'efficience du marché

Les investisseurs qui souhaitent battre le marché en gérant activement des portefeuilles sont confrontés à des obstacles de taille. Bien qu'aucun marché ne cote en

1. Burton Malkiel and Paul Firstenberg, *Managing Risk in an Uncertain Era: An Analysis for Endowed Institutions*, Princeton, NJ, Princeton University, 1976.

permanence les titres à leur juste valeur, la plupart des marchés cotent presque toujours les titres avec une efficience raisonnable, fournissant peu d'opportunités de gains faciles. De plus, les coûts générés par la gestion active augmentent les obstacles à la réussite car les investisseurs actifs paient des frais de gestion, subissent des coûts de transaction et impactent le marché en leur défaveur. Les investisseurs intelligents approchent les stratégies actives avec une bonne dose de scepticisme.

Les gestionnaires actifs sensés se tournent vers les marchés dont les cotations manquent d'efficience, et évitent ceux qui sont correctement cotés. Malheureusement, il n'existe aucune mesure de l'efficience des cours. En fait, les économistes financiers sont depuis toujours engagés dans un débat concernant l'efficience, certains croyant impossible de trouver des sources supplémentaires de plus-values ajustées au risque, d'autres pensant que les comportements humains génèrent tout un éventail d'opportunités pour la gestion active.

Le niveau d'opportunité

En l'absence de mesures directes de l'efficience des marchés, le comportement des gestionnaires actifs fournit des indices sur le niveau d'opportunité de différents marchés. Sur les marchés présentant peu d'opportunités pour les gestionnaires actifs, ceux-ci dévient rarement du benchmark, ce qui donne des rendements proches de ceux du marché concerné. Pourquoi les gestionnaires qui travaillent sur des marchés efficients ont-ils tendance à coller au benchmark ? Dans un monde de titres correctement cotés, imaginez les conséquences financières du fait de détenir un portefeuille différant de façon marquée. Des déviations importantes par rapport au marché font que les résultats du portefeuille d'un gestionnaire s'éloignent spectaculairement du benchmark. Les gestionnaires qui sous-performent perdent des clients et des capitaux. Bien que ceux qui surperforment attirent temporairement des clients et des capitaux (ainsi que l'adulation du public), comme les marchés efficients ne présentent pas d'anomalies exploitables par les gestionnaires actifs, la surperformance provient de la chance et non du talent. Le succès apparent s'avère être fugitif pour les gestionnaires actifs qui travaillent sur des marchés efficients. Le temps passant, il en résulte que les gestionnaires opérant sur les marchés efficients gravitent autour du benchmark, structurant des portefeuilles ne comportant que de faibles variations par rapport au marché, leur garantissant à la fois la médiocrité et la survie.

À l'inverse, les gestionnaires actifs sur des marchés moins efficients affichent des résultats beaucoup plus variables. En fait, de nombreux marchés privés ne possèdent pas de benchmark auquel on pourrait coller, éliminant le problème du conformisme. Les inefficiences de prix permettent aux gestionnaires les plus talentueux

de réussir brillamment, alors que les gestionnaires sans talent affichent des résultats désespérément médiocres. Le travail de fond et l'intelligence récoltent d'abondantes plus-values dans un environnement où la meilleure information et la réactivité procurent un avantage.

Le comportement des gestionnaires fait que le niveau d'opportunité pour la gestion active est en relation étroite avec la distribution des performances dans une catégorie d'actifs particulière. Toutes les mesures de dispersion des résultats fournissent un aperçu du degré d'opportunité pour la gestion active. Le tableau 4.4 montre l'écart entre le premier et le troisième quartile des performances des portefeuilles activement gérés, illustrant la façon dont les actifs cotés avec plus d'efficience offrent moins d'opportunités pour les gestionnaires actifs, et les actifs moins efficients, plus d'opportunités.

Catégorie d'actifs	Premier quartile	Médiane	Troisième quartile	Écart
Obligations américaines	7,4 %	7,1 %	0,5 %	6,9 %
Actions américaines	12,1	11,2	1,9	10,2
Actions internationales	10,5	9,0	4,0	6,5
Petites capitalisations américaines	16,1	14,0	4,8	11,3
Fonds à performance absolue	15,6	12,5	7,1	8,5
Immobilier	17,6	12,0	9,2	8,4
Opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier	13,3	8,0	13,7	–0,4
Capital-risque	28,7	–1,4	43,2	–14,5

Source : Les données concernant les titres cotés viennent de Russel/Mellon. Pour les placements à performance absolue, l'immobilier, les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier et le capital-risque, les données viennent de Cambridge Associates. Les données de l'immobilier, des opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier et du capital-risque représentent les retours sur investissement des fonds collectés entre 1995 et 1999, à l'exclusion de fonds plus récents, de sorte que des investissements non matures ne tirent les résultats vers le bas.

Tableau 4.4 La dispersion des performances de la gestion active identifie des domaines d'opportunité.
Le retour sur investissement par quartile sur dix ans à fin juin 2005.

Les titres à rendement fixe de haute qualité, probablement la catégorie d'actifs la mieux cotée du monde, s'échangent sur des marchés dominés par des institutions financières avisées. Comme personne (à part peut-être la Réserve fédérale) ne connaît la direction que vont prendre les taux d'intérêt, peu de gestionnaires utilisent des

stratégies d'anticipation des taux. Les paris originaux fortement rémunérateurs étant absents des marchés de taux, les portefeuilles institutionnels ont tendance à afficher des sensibilités ou des maturités sensiblement identiques à celles du marché. Le résultat en est que, les gestionnaires se limitant eux-mêmes dans leurs décisions concernant la sélection des titres, les rendements de la plupart des gestionnaires actifs reflètent ceux du benchmark. L'écart entre les résultats du premier et du troisième quartile pour les gestionnaires actifs sur les marchés de taux affiche le chiffre étonnamment faible de 0,5 % par an pour la décennie se terminant le 30 juin 2005.

Les actions de grosses capitalisations représentent le barreau suivant sur l'échelle de l'efficience, avec un écart de 1,9 % entre le premier et le troisième quartile. Les actions sont plus difficiles à évaluer que les obligations. Au lieu d'effectuer le décompte relativement facile des rendements fixes, la valorisation des actions implique la prise en compte des bénéfices futurs de l'entreprise, ce qui s'avère plus périlleux. La volatilité plus élevée des marchés actions contribue également à l'écart plus grand entre les gestionnaires actifs. Le marché moins efficient des actions étrangères démontre un écart de 4 % par an entre le premier et le troisième quartile, le marché des petites capitalisations américaines affichant un écart de 4,8 % sur la décennie. La progression du niveau d'opportunité selon les catégories d'actifs cotés se comprend intuitivement.

La rupture radicale se situe entre les marchés publics et les opportunités privées non liquides. Les fonds à performance absolue, l'immobilier, les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier et le capital-risque affichent des dispersions de performance spectaculairement plus étendues. Pour la même période de dix ans, les fonds à performance absolue affichent un écart de 7,1 % entre le premier et le troisième quartile, alors que l'immobilier et les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier montrent des écarts encore plus importants de respectivement 9,2 et 13,7 % par an. Le capital-risque obtient la médaille d'or de la dispersion avec un écart époustouflant de 43,2 % entre le premier et le troisième quartile.

Sélectionner des gestionnaires du premier quartile des marchés privés est beaucoup plus rémunérateur que dans les marchés publics. Dans le cas le plus extrême, choisir un gestionnaire obligataire du premier quartile ne rapporte qu'un maigre 0,3 % par an par rapport au résultat moyen de la catégorie. À l'inverse, le premier quartile du capital-risque dépasse la moyenne de 30,1 % par an, apportant une contribution bien plus importante aux résultats du portefeuille. Ironiquement, l'identification d'un gestionnaire hors norme sur les marchés privés relativement moins efficients s'avère moins difficile que le même exercice effectué sur les marchés des titres cotés, par nature plus efficients.

Les performances du gestionnaire actif

Quel que soit leur domaine d'intervention, les gestionnaires actifs rencontrent de sérieux problèmes dans leur course contre le marché. Au sein des deux plus grandes catégories d'actifs institutionnelles, les obligations et les actions domestiques, les performances du gestionnaire moyen, après déduction de tous les frais, sont pratiquement identiques à celles de son benchmark. Comme le montre le tableau 4.5, sur les marchés obligataires américains aux cotations extrêmement efficientes, le gestionnaire obligataire moyen perd 0,2 % par an par rapport au benchmark, tous frais déduits, alors qu'un gestionnaire du premier quartile grappille un gain de seulement 0,1 % par an. La gestion active des produits de taux échoue misérablement. Avant de gérer activement les obligations, les investisseurs devraient réfléchir au dicton de Warren Buffett : « Si vous êtes assis à une table de poker et que vous n'arrivez pas à identifier le pigeon, c'est que *vous* êtes le pigeon ».

Catégorie d'actifs	Performance moyenne	Indice de référence	Frais estimés	Performance nette de frais
Obligations américaines	7,1 %	6,9 %	0,4 %	–0,2 %
Actions américaines	11,2	9,9	0,8	0,5
Petites capitalisations américaines	14,0	12,9	0,9	0,2

Source : Les données concernant les frais viennent de Cambridge Associates Investment Manager Database, et sont arrondies au dixième de pourcent. Les indices de référence : Lehman Brothers U.S. Government Credit Index pour les obligations américaines, l'indice S&P 500 pour les actions américaines, et l'indice S&P 600 pour les petites capitalisations américaines.

Tableau 4.5 Les marchés efficients représentent un défi pour le gestionnaire actif moyen.
Performances moyennes par rapport au benchmark sur les dix années se terminant le 30 juin 2005.

Les marchés actions américains donnent des résultats légèrement plus encourageants. Tous frais déduits, le gestionnaire actif moyen dépasse le benchmark de 0,5 % par an. Toutefois, un gestionnaire du premier quartile ajoute réellement de la valeur en dépassant le benchmark de 1,4 % par an, tous frais déduits. Le gestionnaire moyen sur le marché des petites capitalisations bat le marché d'un maigre 0,2 % par an. À l'inverse, un gestionnaire du premier quartile ajoute 2,3 % par an, reflétant un nombre d'opportunités plus élevé sur les titres cotés avec moins d'efficience.

Dans le cas des titres cotés américains, la proximité des performances moyennes avec le benchmark est à peu près la même pour les obligations, les actions et les petites capitalisations. Évitez donc la gestion active, ou entreprenez-la avec la plus grande prudence et des attentes réalistes.

Observez les marchés sur lesquels les différents titres sont cotés. Les titres obligataires sont cotés sur un marché dominé par les institutions. Les performances de l'univers des gestionnaires actifs y représentent le résultat d'une lutte entre investisseurs sophistiqués. Les intervenants n'obtiennent un avantage qu'avec les plus grandes difficultés. Les gestionnaires actifs affichent donc des résultats qui tiennent dans un mouchoir de poche, les gestionnaires moyens perdant par rapport au benchmark, et ceux du premier quartile affichant des performances le dépassant très modestement. Le marché très efficient et compétitif des produits de taux se tient à l'une des extrémités du spectre de l'efficience.

Les actions américaines s'échangent dans un environnement férocement compétitif, mais offrant un nombre d'opportunités plus élevé. Comme on pourrait s'y attendre dans ce jeu à somme nulle qu'est la gestion active, le gestionnaire d'actions américaines moyen performe d'une manière similaire au marché. Ceci dit, les gestionnaires du premier quartile, à la fois pour les grandes et les petites capitalisations, semblent ajouter de la valeur, tous frais déduits, dans la mesure où les petites capitalisations cotées avec moins d'efficience offrent davantage d'opportunités.

Une plus grande inefficience de l'environnement de marché peut très bien ne pas signifier une réussite moyenne supérieure. Les marchés privés en fournissent un exemple. Les performances moyennes du capital-risque et des opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier sont à la traîne par rapport à celles des marchés cotés, malgré le risque plus élevé et la liquidité moins grande de l'investissement privé. Durant la décennie se terminant le 30 juin 2005, le déficit par rapport au S&P 500 s'est élevé à 11,3 % par an pour le capital-risque, et à 1,9 % par an pour les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier, et ces chiffres seraient plus élevés si on les ajustait au risque. S'ils veulent justifier l'inclusion de participations privées dans leur portefeuille, les conseillers doivent sélectionner des gestionnaires du premier quartile. Tous les autres échouent à compenser le temps, les efforts et le risque inhérents à la recherche d'investissements non cotés.

Le biais dû aux faillites des gestionnaires

Bien que les comparaisons des performances des gestionnaires actifs avec celles de leurs indices peignent déjà un tableau bien pâle, les gestionnaires qui espèrent battre le marché rencontrent une difficulté beaucoup plus grande que celle qui

apparaît à la simple lecture des données. La sélection naturelle qui s'opère parmi les gestionnaires actifs fait apparaître ce groupe comme ayant plus de succès que ne l'indiquerait une image fidèle de la réalité, car les données disponibles sur leurs performances ne concernent que celles des gestionnaires qui ont survécu, les performances de ceux qui ont disparu ayant été effacées des tableaux statistiques de résultats.

Ces erreurs statistiques biaisent les données sur les performances des gestionnaires, limitant l'utilité de ces rapports pour comprendre les performances des gestionnaires actifs. Une première erreur apparaît lorsque des gestionnaires disparaissent des statistiques sans laisser de trace, la seconde intervenant lorsque de nouveaux entrants contribuent aux performances historiques de la base de données.

Les compilations des données de performance n'incluent en général que les résultats des gestionnaires en activité au moment de l'étude. Les produits et les gestionnaires ayant disparu sont effacés, colorant les données de performance d'un biais optimiste. Si les résultats généralement médiocres de ceux qui n'ont pas survécu étaient inclus dans la base de données, le défi qui consiste à battre le marché paraîtrait encore plus écrasant.

Même si l'on entreprend d'inclure les résultats des gestionnaires qui ont échoué, les chiffres ne peuvent donner une idée correcte que si l'on considère les performances sur une base annuelle. L'horizon de temps le plus court produit les données les plus optimistes, car le nombre de faillites a tendance à être plus faible sur des périodes plus courtes. Les problèmes les plus sérieux apparaissent lorsque l'on examine les performances sur plusieurs années, car un nombre plus grand de gestionnaires disparaissent sur la période. Comme les gestionnaires ont tendance à faire faillite après avoir affiché des résultats médiocres, les comparaisons sur plusieurs années souffrent d'une inflation des performances due aux meilleurs résultats des survivants.

D'autres erreurs apparaissent lorsque les données intègrent de nouvelles entreprises et leurs historiques de résultats. Comme les nouveaux entrants affichent nécessairement de bons résultats pour attirer l'attention des institutionnels, l'ajout des leurs résultats passés (que l'on appelle également le « backfill bias ») améliore, rétrospectivement et de façon artificielle les performances des gestionnaires actifs.

Une analyse des performances des investissements menée par Russell Investment Group montre de façon lumineuse l'impact du biais dû aux faillites sur les résultats. Russell, une entreprise de consulting très en vue, compile et publie l'une des bases de données les plus largement utilisées sur les performances d'investissement.

La base de données de Russell souffre d'un biais significatif dû aux faillites de gestionnaires. Observez les performances du gestionnaire d'actions américaines

moyen telles qu'elles sont enregistrées dans le tableau 4.6. En 1996, selon Russell, le gestionnaire d'actions américaines moyen a obtenu un résultat de 22,4 % d'après les rapports reçus d'un échantillon de 307 gestionnaires. Comme les gestionnaires en faillite avaient été effacés et que les nouveaux entrants avaient été inclus dans la base de données, les performances affichées pour 1996 étaient nettement améliorées. En 2005, la performance du gestionnaire moyen en 1996 passe à 23,5 %, plus d'un point de pourcentage au-dessus de la performance originellement enregistrée. Il est frappant de constater que le rapport de 2005 sur l'année 1996 n'inclut que 177 gestionnaires, soit 130 de moins que le rapport de 1996.

Les données de Russell souffrent d'un double biais. Notez que de 1997 à 1998, le nombre de gestionnaires augmente de 9, ce qui laisse supposer un certain niveau de pollution des données (*backfill bias*). Comme Russell ne fournit pas d'information annuelle sur les retraits et les souscriptions, les observateurs ne possèdent pas les éléments nécessaires pour estimer l'importance relative des sorties et des entrées. Ceci dit, le déclin de plus de 40 % sur dix ans du nombre d'entreprises ayant participé au rapport de 1996 indique que la prépondérance des départs de gestionnaires en faillite.

Une estimation précise de l'impact de ce biais sur la base de données de Russell s'avère impossible. Les performances médiocres des gestionnaires qui disparaissent sont effacées. Et les performances brillantes des nouveaux entrants apparaissent. Cependant, une idée approximative de l'impact de ce biais nous est donnée par les déviations enregistrées entre les résultats originellement affichés et ceux, faussés, qui apparaissent plus tard. Les déviations, soulignées dans le tableau 4.6, vont d'une augmentation de la performance moyenne de 4,3 points de pourcentage en l'an 2000 (ce qui a eu pour effet de transformer une perte de 3,1 % en gain moyen de 1,2 % enregistré *a posteriori*) à une stabilité de la performance moyenne en 2005, la dernière année étudiée. En moyenne, ce biais augmente les performances générales de 1,6 % par an.

Une estimation imparfaite de l'impact à plus long terme de ce biais, peut être effectuée en reliant ou non les performances moyennes annuelles à l'apparition/disparition de gestionnaires. L'imperfection de cette mesure vient du fait que les performances moyennes calculées en tenant compte du biais ne représentent pas (sauf coïncidence) l'expérience individuelle de chaque gestionnaire. Même si ces performances ajustées reflétaient par hasard celle d'un gestionnaire, celui-ci ne représenterait probablement pas la moyenne. Cependant, l'application de la technique qui consiste à relier les moyennes à la fois aux données incluant le biais et aux données l'excluant, fournit une estimation grossière de l'importance de l'impact.

Année de report \ Année	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
en %										
1996	22,4									
1997	22,8	30,6								
1998	23,3	31,5	23,0							
1999	23,4	31,6	24,5	18,0						
2000	23,5	31,6	25,9	20,1	–3,1					
2001	23,5	31,7	26,4	20,9	–3,3	–10,8				
2002	23,5	31,5	25,9	21,1	–2,9	–9,9	–22,1			
2003	23,5	31,6	25,5	20,5	0,7	–8,7	–21,3	30,0		
2004	23,5	31,5	25,8	21,2	–0,1	–8,3	–21,2	30,2	11,9	
2005	23,5	31,5	25,3	20,6	1,2	–7,6	–21,0	30,2	12,3	7,4

Différence

1,1	0,8	2,2	2,6	4,3	3,2	1,2	0,2	0,4	0

Tableau 4.6 Le biais dû aux faillites donne une image faussée des performances des actions américaines.
Performances du gestionnaire d'actions américaines moyen.

Année de report \ Année	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1996	307									
1997	303	326								
1998	312	342	365							
1999	278	307	334	352						
2000	265	294	323	346	361					
2001	237	269	299	341	369	393				
2002	230	262	285	325	363	398	412			
2003	205	230	253	292	331	373	403	424		
2004	188	211	233	275	322	367	401	423	446	
2005	177	199	223	265	314	361	389	415	445	471

Changement net

–130	–127	–142	–87	–47	–32	–23	–9	–1	–0

Source : Franck Russell Company.

Nombre de gestionnaires.

Les difficultés du gestionnaire actif surchargé

L'impact cumulé des frais de gestion, du biais dû aux faillites et du biais rétrospectif (backfill bias) déforme complètement l'image de la gestion active. Les résultats présentés dans le tableau 4.7 déçoivent les partisans des stratégies qui tentent de battre les marchés. Même dans le monde de ceux qui s'attachent au benchmark du marché obligataire, le biais dû aux faillites enlève environ 0,2 % (chiffre estimé) aux performances sur dix ans déjà décevantes de la gestion active. En ajoutant le biais dû aux faillites à ce déficit de 0,2 % après déduction des frais, on obtient un manque à gagner moyen de 0,4 % par rapport à la performance du benchmark. Le marché est une épreuve difficile pour les gestionnaires actifs.

Catégorie d'actifs	Performance relative nette de frais	Impact estimé du biais	Performance relative estimée
Obligations américaines	–0,2	–0,2 %	–0,4 %
Actions américaines	0,5 %	–1,7 %	–1,2 %

L'impact estimé du biais dû aux faillites représente la différence entre : (a) les performances annuelles du gestionnaire moyen reliées au biais dû aux faillites ; et (b) les performances annuelles du gestionnaire moyen sans la prise en compte du biais.

Tableau 4.7 Les ajustements au biais dû aux faillites (estimé) diminuent l'attractivité de la gestion active.
Sur les dix années se terminant au 30 juin 2005.

Après avoir pris en compte le biais dû aux faillites, l'avantage de 0,5 % net de frais qu'affichent les gestionnaires d'actions américaines se mue en déficit de 1,2 % par an, changeant une vision optimiste en sombre tableau. Les stratégies simples et peu coûteuses basées sur la fidélité à un benchmark battent la plupart des francs-tireurs du marché actions.

Le biais dû aux faillites dans la distribution des performances des gestionnaires actifs modifie fondamentalement l'attitude des investisseurs envers la gestion active. Les données indiquant que la majorité des gestionnaires battent l'indice encouragent les investisseurs à jouer le jeu de la gestion active, alors que les chiffres montrant que les gestionnaires échouent majoritairement à battre les performances de l'indice découragent de s'y intéresser. La déformation positive introduite par les biais dû aux faillites conduit sans aucun doute à une confiance excessive dans les stratégies de gestion active.

Observez les chiffres que les investisseurs institutionnels utilisent pour évaluer les gestionnaires actifs. Comme vous pouvez le voir dans le tableau 4.8, les chiffres calculés avant les frais et gonflés par le biais dû aux faillites favorisent les soi-disant vainqueurs du marché. La gestion active sur les produits de taux y paraît être une stratégie gagnante, avec presque les trois quarts des gestionnaires faisant mieux que le benchmark. Les ajustements dus aux frais et à la correction du biais montrent l'envers du décor et réduisent la proportion des gagnants à moins d'un cinquième. Une comparaison superficielle montre que 80 % des gestionnaires de fonds actions américaines battent le marché, mais les ajustements réduisent la proportion des gagnants à moins d'un quart. Dans l'ensemble, les gestionnaires qui collectent des frais de gestion les engrangent aux dépens des investisseurs institutionnels qui les payent.

Catégorie d'actifs	Performance moyenne	Benchmark	Rang du benchmark	Benchmark ajusté	Rang du benchmark ajusté
Obligations américaines	7,1 %	6,9 %	74 %	7,5 %	18 %
Actions américaines	11,2 %	9,9 %	80 %	12,4 %	23 %

Benchmarks : Lehman Brothers U.S. Government Credit Index pour les obligations américaines, l'indice S&P 500 pour les actions américaines.
Note : Les benchmarks ajustés incluent les estimations de frais et le biais dû aux faillites.

Tableau 4.8 Les comparaisons superficielles de performance encouragent la gestion active. *Des performances corrigées prennent en compte les frais et le biais dû aux faillites.*

Un cynique pourrait argumenter que le secteur de la gestion de capitaux profite des performances surestimées des bases de données utilisées pour évaluer les gestionnaires actifs. Les gestionnaires actifs, tout comme les consultants qui compilent les données sur la gestion active, veulent encourager leurs clients à engager des gestionnaires actifs. Le fait de peindre en rose l'historique des performances de la gestion active motive sans aucun doute de nombreux investisseurs à courir après la promesse de plus-values supérieures à celles du marché.

Une autre remarque sur l'efficacité de la gestion active concerne la valeur ajoutée en dollars par les stratégies supposées battre le marché. De simples chiffres de performance ont tendance à surestimer la valeur ajoutée car les bons résultats du début, nécessaires pour attirer l'attention des institutionnels, s'appliquent généralement à

de petites sommes. Comme la taille est l'ennemie de la performance, les gestionnaires bien établis, gérant donc des fonds plus importants, ont tendance à produire des résultats moins attractifs. Puisque les compilations de performance des gestionnaires les pondèrent équitablement, les nouveaux gestionnaires (dont les portefeuilles sont *a priori* les plus modestes) exercent une influence disproportionnée sur les classements. Une évaluation de la gestion active pondérée en dollars fournirait à coup sûr encore moins d'encouragements à ceux qui souhaitent utiliser des stratégies susceptibles de battre les marchés.

Par un clin d'œil ironique, le biais dû aux faillites fait parfois que des gestionnaires actifs paraissent moins performants que leurs confrères qu'ils ne le sont en réalité. Imaginez un gestionnaire sur actions américaines qui aurait préservé le capital en l'an 2000. D'après les résultats affichés en l'an 2000, comme le montre le tableau 4.6, une performance de 0 % bat largement les -3,6 % obtenus par la moyenne des gestionnaires. Comme le biais dû aux faillites modifie inévitablement le paysage, le résultat moyen de l'an 2000, calculé en 2005, se mue en un gain de 1,2 %. Le temps passant, la performance de 0 %, autrefois gagnante par rapport au résultat moyen, passe d'un rang respectable dans le deuxième quartile à un rang beaucoup moins respectable dans le troisième quartile. Le biais dû aux faillites assombrit l'image de la performance relative.

Les gestionnaires de portefeuille actifs sont confrontés à des obstacles de taille qui exigent que les investisseurs approchent les stratégies supposées battre le marché avec le plus grand scepticisme. Les problèmes dus au biais des faillites voilent la compréhension des performances passées, provoquant des erreurs générales d'estimation quant à l'efficacité des stratégies de gestion active, et des erreurs spécifiques d'évaluation de la performance relative de tel ou tel gestionnaire. Après déduction des frais et ajustement au biais dû aux faillites, il ne reste plus aux investisseurs beaucoup de chances de gagner au jeu de la gestion active sur les titres domestiques cotés. Dans le monde des titres cotés, la gestion passive est l'alternative bon marché évidente à la coûteuse gestion active. Si des investisseurs désirent néanmoins entreprendre une approche active de la gestion de portefeuille, alors une focalisation sur les marchés les moins efficients augmentera leurs chances de réaliser des gains substantiels. Sur les marchés privés moins efficients, il n'y a pas de possibilité d'exercer une gestion passive. Et même là où elle serait possible, les résultats en seraient probablement décevants. En résumé, les investisseurs sensés s'engagent dans la gestion active avec la plus grande prudence et se fixent des objectifs réalistes.

La liquidité

Les gestionnaires sérieux qui tentent d'identifier des inefficiences gravitent souvent autour de marchés relativement peu liquides, car les investissements les plus lucratifs ont tendance à se situer dans les zones d'ombre et non sous le feu des projecteurs. Ces opportunités originales et cachées attirent peu l'attention de Wall Street, qui opère sur des marchés générant de gros volumes de transactions.

Les intervenants recherchent des positions liquides qui permettent de récupérer les fonds investis sur le perdant d'hier et de les placer rapidement sur le gagnant éventuel d'aujourd'hui. Les spéculateurs et les gestionnaires de fonds paient une prime pour la liquidité, attendant des marchés qu'ils facilitent le renversement immédiat d'une transaction avec pas ou peu d'impact sur les cours.

L'illiquidité induit un comportement à long terme. Plutôt que de se reposer sur un marché liquide pour sortir rapidement d'une transaction perdante, les investisseurs sur des titres illiquides s'engagent dans des arrangements à long terme, achetant une part importante d'une entreprise avec laquelle ils vont faire un bout de chemin. En conséquence, la minutie, la profondeur d'analyse et la discipline sont les signes distinctifs des investisseurs qui réussissent sur les marchés les moins liquides.

En évitant les marchés liquides recherchés par les intervenants à court terme, les investisseurs actifs sérieux se concentrent sur des investissements beaucoup plus intéressants. En s'engageant sur des titres peu liquides, ils identifient souvent des opportunités d'ouvrir des positions bien en dessous de leur valeur réelle.

La confiance et les contraintes de crédit

Des exemples d'opportunités illiquides abondent sur les titres cotés. Dans le royaume de la garantie sur les obligations du gouvernement américain, des obligations similaires se traitent à des prix différents uniquement parce que leur liquidité diffère. Les obligations d'État les plus activement négociées, des émissions très en vue, s'accompagnent d'une prime qui baisse leur rendement de 5 à 10 points de base par rapport à d'autres obligations moins en vue. En se basant sur les émissions actuelles du gouvernement, les offres les plus recherchées se situent à des échéances de maturité de deux, cinq, dix et trente ans. Lorsque le Trésor met aux enchères une nouvelle obligation à dix ans, l'attention du marché passe de l'ancienne obligation à dix ans vers la nouvelle. Comme la prime dont jouissent les émissions en vogue n'a trait qu'à leur liquidité supérieure sur le marché, cette prime disparaît lorsqu'une nouvelle émission supplante l'ancienne.

Des opportunités surgissent régulièrement à l'achat d'instruments de crédit du gouvernement américain avec des écarts allant de 40 à 50 points de base au-dessus d'émissions du Trésor comparables mais plus liquides. Parce que de telles offres ont tendance à inclure certaines complications structurelles, les investisseurs sérieux entreprennent une enquête approfondie avant d'engager des fonds. De plus, ces opportunités portent sur des volumes assez réduits, ce qui exige des gestionnaires de portefeuille qu'ils « remplissent une baignoire avec une petite cuillère ». Néanmoins, la recherche assidue de titres illiquides et peu communs peut aboutir à la constitution d'un portefeuille de titres de qualité aux prix attractifs.

Les marchés offrent occasionnellement des opportunités extraordinaires aux investisseurs prêts à accepter l'illiquidité. À la suite d'un mouvement de panique sur les marchés fin 1998, les titres les moins traités proposaient des rendements pharamineux par rapport aux titres très liquides. Le 12 novembre 1998, une émission du Trésor à moyen terme délaissée, l'obligation à 5,87 % échéance février 2004, rapportait 18,5 points de base de plus que l'obligation en vogue à 4,25 % échéance novembre 2003.

Au-delà de l'aspect extrêmement lucratif de l'acceptation d'une illliquidité relative pour une émission du Trésor délaissée fin 1998, les investisseurs prêts à s'engager dans un placement privé adossé au capital de confiance et au crédit des États-Unis se voyaient offrir une opportunité incroyable. L'Overseas Private Investment Corporation, une agence gouvernementale américaine chargée de la promotion de la croissance économique des pays en voie de développement, proposait des titres à échéance mars 2004 qui offraient un rendement supérieur de 100 points de base à celui d'une émission du Trésor en vogue comparable. Le fait de recevoir un point de pourcentage de rendement de plus que les obligations d'État simplement pour avoir accepté l'illiquidité d'un placement privé, soulève des interrogations sérieuses sur la rationalité des marchés.

Même en temps normal, les investisseurs perçoivent des rendements déraisonnablement élevés sur des titres illiquides. Par exemple début 2006, les investisseurs se voyaient proposer des obligations émises par le National Archives Facility Trust, agissant pour le compte du National Archives and Records Administration, une agence gouvernementale indépendante chargée de la conservation, de la valorisation et de la mise à disposition des précieuses archives du gouvernement américain. Les obligations, à échéance septembre 2019 et coupon de 8,5 %, proposaient un écart de plus de 45 points de base par rapport à l'émission du Trésor en vogue comparable. Les archives nationales ont émis pour environ 300 millions de dollars d'obligations, un chiffre modeste comparé aux 22,5 milliards émis pour une obligation du Trésor à échéance comparable. Cependant, les investisseurs patients recevaient une

récompense de presque un demi-point de pourcentage de rendement supplémentaire par rapport aux obligations d'État, simplement pour avoir accepté l'illiquidité d'une petite émission du gouvernement américain.

La dette des marchés émergents

Sur les marchés émergents, la dette des états émetteurs libellée en dollars se traite fréquemment avec une prime substantielle par rapport à la dette non libellée en dollars du même émetteur. Ce phénomène est plus spectaculaire en temps de crise, lorsque les investisseurs accordent beaucoup plus de valeur à la liquidité supérieure des instruments libellés en dollars. Pour arbitrer cette anomalie, les investisseurs n'ont besoin que d'un certain nombre de contrats à terme sur devises afin de neutraliser le risque de change. Les arbitragistes peuvent acheter de la dette à bon marché non libellée en dollars, vendre plus cher la même dette libellée en dollars, et neutraliser le risque de change par des positions à terme ouvertes sur le marché des devises. Les investisseurs payant une prime pour la dette libellée en dollars créent une opportunité attractive pour leurs confrères plus avisés.

Tout au long de 1998, les investisseurs ont découvert des investissements extraordinaires parmi les décombres de l'effondrement des marchés asiatiques. Bien que le résultat positif de nombre de ces investissements fût dû au rebond du marché, d'autres positions ouvertes promettaient un retour sur investissement quasi certain. Samsung, un industriel coréen de premier plan diversifié dans l'électronique, a émis une dette libellée dans toute une variété de devises incluant le dollar américain, le won coréen, le yen japonais et le mark allemand. Les obligations libellées en dollars se traitaient en général avec une prime, reflétant une liquidité supérieure. Durant la chute des marchés, les anomalies de cours ont atteint des extrêmes, les obligations Samsung à 9,75 % échéance mai 2003 libellées en dollars s'échangeant avec un rendement à maturité de 16 % (environ 1 200 points de base de plus que les obligations d'État américaines), et les obligations Samsung à 3,3 % échéance avril 2003 libellées en yens s'échangeant avec un rendement de 18 % (environ 1 700 points de base de plus que les obligations du gouvernement japonais). Les investisseurs pouvaient créer un véritable flux de liquidités en achetant l'obligation en yens relativement bon marché et en échangeant les rendements futurs en yens contre des dollars. En utilisant les marchés à terme sur devises pour changer les rentrées de yens en dollars, les investisseurs créaient un titre en dollar synthétique accompagné d'un rendement de 21 % à maturité. L'écart entre le rendement de 21 % de cette obligation synthétique et le rendement de 16 % de l'obligation Samsung libellée en dollars récompensait les arbitragistes qui achetaient le titre relativement bon marché

libellé en dollars synthétiques et vendaient à découvert l'obligation relativement chère libellée en dollars[1]. Si les écarts se rapprochent, l'investisseur déboucle sa position avec un profit ; sinon, il reçoit un flux de liquidités jusqu'à la maturité des obligations. En appliquant un effet de levier modeste à la transaction, les investisseurs pouvaient espérer des rendements d'environ 24 % pendant la période de détention des titres, alors que sans effet de levier, la position avait un rendement de 18 %.

L'action Sallie Mae

Des catégories différentes d'actions s'échangent souvent à des cours reflétant, autre autres, des différences de liquidité. Le Student Loan Marketing Association (Sallie Mae), fondé en 1973 pour fournir des liquidités aux entités impliquées dans les prêts aux étudiants, a commencé par lever des fonds auprès des institutions participant au programme de prêts aux étudiants garantis par le gouvernement. En 1983, la création d'une vaste et nouvelle catégorie d'actions sans droit de vote a élargi considérablement la surface financière de la société, lui permettant de répondre aux besoins de centaines de milliers d'étudiants. L'action sans droit de vote nouvellement émise s'échangeait de 15 à 20 % plus cher, un écart attribué par les intervenants à l'illiquidité des actions originelles. Pour essayer de réduire cet écart, Sallie Mae faisait régulièrement des offres d'échange d'actions avec droit de vote, moins chères et moins liquides, contre des actions sans droit de vote, plus chères et plus liquides. Mais l'écart de prix persista malgré la conversion annuelle de 28 à 41 % des actions constatée entre 1984 et 1989. Curieusement, un nombre substantiel d'actionnaires qui détenaient des actions attachées à un droit de vote n'ont pas profité de l'opportunité.

Durant la dernière offre, en mars 1989, alors même que ce programme d'échange d'actions était le mieux connu, les détenteurs de 1,5 million de dollars d'actions sur 8,7 millions ont ignoré la proposition d'échange de 91,875 dollars en cash contre des actions qui cotaient 83,50 dollars, manifestant un comportement difficile à

1. L'opération d'arbitrage sur l'obligation Samsung exigeait la vente à découvert des obligations relativement chères libellées en dollar. Les vendeurs à découvert doivent emprunter des obligations pour pouvoir effectuer la transaction. L'un des risques de cet arbitrage consiste à perdre « l'emprunt », ce qui oblige l'investisseur à déboucler sa position vendeuse prématurément. Dans des marchés financiers fonctionnant bien, la conservation de positions de vente à découvert pose peu de problèmes ; mais dans ces marchés, des sources de rendement identiques (comme les obligations Samsung libellées en dollar et celles en yens) ne s'échangent pas à des cours très différents.

faire coïncider avec les notions d'efficience des marchés. En 1991, le Congrès américain autorisa la création d'une seule catégorie d'actions de Sallie Mae, éliminant la différence et privant d'une opportunité de trading les arbitragistes prêts à opérer sur des marchés moins liquides.

Illiquidité et information

On dispose de moins d'informations sur les titres illiquides, ce qui crée des opportunités de plus-value pour ceux qui savent dénicher les nouvelles n'étant pas reflétées dans le cours de l'action. Les grandes capitalisations ultra-liquides sont très largement couvertes par une multitude d'analystes, ce qui génère une quantité pharamineuse d'informations disponibles au public. En 2006, Exxon Mobil, la plus grosse capitalisation boursière de l'époque, était couverte par vingt-deux analystes et fut mentionnée 659 fois dans le *Wall Street Journal*. À l'inverse, Avistar Communications, la 5 000^{e} entreprise en termes de capitalisation, ne possédait pas d'analyste attitré et ne fut mentionnée que trois fois dans le *Wall Street Journal*.

À première vue, Exxon Mobil, qui pilote un grand nombre d'activités globales, semble représenter une belle opportunité pour les gestionnaires actifs. Mais en fait, les analystes actions ont les plus grandes difficultés à développer un avantage « informatif » face à la concurrence des autres analystes, chacun bénéficiant d'une montagne d'informations disponibles au public. Avec Avistar Communications, l'analyste actions bottom-up trouve une meilleure opportunité. Les informations seront sans aucun doute plus difficiles à obtenir, mais leur valeur sera décuplée par leur caractère confidentiel.

De toute évidence, les marchés de titres non cotés présentent un avantage « informatif » supplémentaire. Les analystes de Wall Street ne suivent pas les entreprises non cotées. La couverture par la presse a tendance à être moins intense, en partie parce que, à cause de l'absence d'obligations légales, moins d'informations sont rendues publique. Le manque d'informations aisément disponibles sur les entreprises non cotées pose une difficulté et crée une opportunité. Un meilleur flux d'informations constitue le cœur de l'investissement privé, contribuant aux résultats de tous les partenariats réussis.

La nature éphémère de la liquidité

Les investisseurs prisent la liquidité car elle facilite l'achat et la vente des titres. Malheureusement, la liquidité a tendance à disparaître quand on en a le plus besoin. Le krach d'octobre 1987, décrit dans le *Report of the Presidential Task Force on*

Entreprises	Rang selon la capitalisation	Capitalisation moyenne (milliards §)	Nombre moyen d'analystes	Nombre moyen de citations dans le Wall Street Journal
Exxon Mobil Corp General Electric Co Microsoft Corp Citigroup Inc Bank of America Corp	1-5	327,5	25	954
U S Bancorp United Technologies Corp Qualcomm Inc Medtronic Tyco International Ltd	50-54	62,2	24	119
Capital One Financial Corp Halliburton Co Kimberly-Clark Corp Valero Energy Corp Carnival Corp/Plc (Usa)	100-104	31,0	22	90
Navistar International Corp Teleflex Inc Dresser-Rand Group Inc Aspen Insurance Holdings Ltd Big Lots Inc	1000-1004	2,5	7	10
Avistar Communications Corp Daily Journal Corp Beverly National Corp Antares Pharma Inc JI Halsey Corp	5000-5004	63,7	0	1

Source : Bloomberg et Wall Street Journal Online.

Tableau 4.9 Les grosses entreprises sont plus attentivement analysées. *Les petites entreprises offrent des opportunités de développer un avantage « informatif ».*

Market Mechanisms, nous en fournit un exemple : « À mesure que le rythme de la baisse s'est accéléré le 19 octobre, l'efficience du marché actions s'est détériorée de façon marquée. En fin d'après-midi, les teneurs de marché sur les principales bourses semblaient avoir abandonné toute tentative sérieuse d'endiguer le mouvement bais-

sier des cours. Sur les marchés des futures et des options, les teneurs de marché n'ont alors pas joué un rôle significatif… Les variations des cours et le volume des transactions étaient très erratiques dès la fin de l'après-midi du lundi jusqu'à la majeure partie de la séance du mardi 20 octobre, car les teneurs de marché étaient submergés par les ventes… Devant la violence de la pression vendeuse sur les produits liés aux actions, une progression raisonnable de la baisse n'était pas possible. Les teneurs de marché n'avaient ni les ressources ni la volonté d'absorber le volume extraordinaire de ventes qui se manifestait »[1]. Au moment précis où les investisseurs en avaient le plus besoin, la liquidité avait disparu.

John Maynard Keynes argumente, dans *La Théorie Générale*, que « de toutes les maximes de la finance orthodoxe, il n'en est aucune, à coup sûr, de plus antisociale que le fétichisme de la liquidité, doctrine qui fait un véritable devoir aux institutions de placement de concentrer leurs ressources sur des valeurs « liquides ». Une telle doctrine néglige le fait que pour la communauté dans son ensemble il n'y a rien qui corresponde à la liquidité du placement. »[2]

Keynes a caressé l'idée de réduire la liquidité du marché pour augmenter la prédominance de l'investissement à long terme. Il écrit : « Devant le spectacle des marchés financiers modernes, nous avons parfois été tenté de croire que si, à l'instar du mariage, les opérations d'investissement étaient rendues définitives et irrévocables, hors le cas de mort ou d'autre raison grave, les maux de notre époque pourraient en être utilement soulagés ; car les détenteurs de fonds à placer se trouveraient obligés de porter leur attention sur les perspectives à long terme et sur celles-là seules. »[3]

Ce qui compte, c'est la réussite, pas la liquidité. Si des investissements hors bourse, illiquides par nature, réussissent, la liquidité suivra quand les investisseurs supplieront d'obtenir des actions lors de l'introduction en bourse de l'entreprise. Sur les marchés cotés, lorsque des actions autrefois illiquides produisent des performances solides, leur liquidité augmente car Wall Street sait reconnaître leur progrès. À l'inverse, si des investissements en bourse, et donc liquides, échouent, l'illiquidité suit car l'intérêt des investisseurs diminue. Les gestionnaires de portefeuille devraient craindre l'échec plutôt que l'illiquidité.

---

1. Brady Commission, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, January 1988, Washington, D.C., GPO, 1988, 53.
2. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, Harcourt and Brace, 1964, 155 (traduction de Jean de Largenaye).
3. *Ibid.*, 160.

L'orientation sur la valeur

La réussite la plus fiable en investissement provient de la poursuite de stratégies reposant sur la valeur, dans lesquelles les investisseurs acquièrent des titres à des prix inférieurs à leur valeur réelle, « achetant un dollar pour cinquante cents ». Les investisseurs qui souhaitent appliquer des programmes orientés sur la valeur doivent faire preuve d'un talent, d'une intelligence et d'une énergie inhabituels. Sans un avantage significatif sur les autres intervenants, ces investisseurs sont voués à un échec très probable. De plus, les opportunités dans le domaine de la valeur ont tendance à être tombées en disgrâce pour la foule des investisseurs, ce qui demande d'avoir le courage de ses convictions pour initier et conserver ses positions.

Le ratio « q » de James Tobin

John Maynard Keynes, dans *La Théorie générale*, a formulé ce concept de valeur : « … Il serait absurde en effet de créer une entreprise nouvelle d'un certain coût si l'on peut acquérir une entreprise identique à un prix moindre ; inversement, on est incité à dépenser dans une affaire nouvelle une somme qui peut sembler extravagante, si cette affaire peut être cédée sur le marché avec un bénéfice immédiat »[1]. James Tobin et William Brainard ont appelé ce concept « q », le ratio de la valeur de marché sur le coût de remplacement.

Lorsqu'il est à l'équilibre, dans des conditions normales, le ratio « q » de Tobin-Brainard est égal à 1, la valeur de marché de l'entreprise étant égale au coût nécessaire à son remplacement. Si la valeur de marché excède le coût de remplacement, un ratio « q » plus élevé que 1 encourage les entrepreneurs à créer des entreprises, proposant celles qui existent à la vente sur les marchés pour un profit immédiat. Si le coût de remplacement excède la valeur de marché, un ratio « q » inférieur à 1 conduit les entrepreneurs à acquérir les titres de l'entreprise sur les marchés cotés plutôt que de monter une nouvelle entreprise de A à Z. Les investisseurs orientés sur la valeur travaillent dans un environnement où le ratio « q » est inférieur à 1.

La marge de sécurité

Le célèbre investisseur Benjamin Graham résume la composante centrale de l'investissement orienté sur la valeur dans un seul et même concept, la marge de

1. *Ibid.*, 151.

sécurité, ce matelas créé en détenant des actions d'une entreprise dont les bénéfices attendus dépassent largement le taux actuel des obligations. Graham observe : « L'idée de marge de sécurité devient évidente lorsque nous l'appliquons au domaine des titres sous-évalués ou au rabais. Nous obtenons ici, par définition, une différence favorable entre le prix du marché et la valeur calculée ou estimée. Cette différence constitue la marge de sécurité. Elle permet d'absorber les effets d'une erreur d'évaluation ou d'une malchance exceptionnelle. L'acheteur de titres au rabais met particulièrement l'accent sur la capacité de l'investissement à résister à des évolutions contraires, bien qu'il n'ait dans la plupart des cas aucun enthousiasme réel pour les perspectives de l'entreprise. Il est certain que si ces perspectives sont définitivement sombres, l'investisseur préférera éviter ce titre, peu importe son prix. Mais le domaine des titres sous-évalués comprend de nombreux cas, peut-être une majorité, pour lesquels l'avenir n'apparaît ni clairement prometteur ni assurément sombre. Si ces titres sont achetés au rabais, même une baisse modérée des bénéfices n'affectera pas forcément les bons résultats de l'investissement. La marge de sécurité aura alors atteint son but »[1].

Sur les marchés actions actuels très efficients, il existe peu d'opportunités d'acquérir des titres à meilleur marché que leur valeur réelle. Même avec les meilleures informations disponibles, les investisseurs peuvent ne pas savoir si leurs positions ont été achetées en dessous de leur valeur intrinsèque. L'ajustement au risque et l'évaluation de l'impact d'événements externes futurs, positifs ou négatifs, compliquent l'estimation de la décision d'achat initiale. À cause de la difficulté à prouver l'efficacité des stratégies d'investissement orientées sur la valeur, les investisseurs admettent la validité de cette approche sur la base de la seule confiance.

Peut-être que l'argument le plus séduisant pour les approches d'investissement orientées sur la valeur réside dans les principes contrariens. Les marchés oscillent fréquemment entre les extrêmes, les plus populaires étant fortement valorisés et ceux qui sont tombés en disgrâce, faiblement valorisés. En recherchant des opportunités parmi les titres négligés, les investisseurs contrariens augmentent la probabilité d'identifier des investissements profitables.

Cependant, l'investissement contrarien mal réfléchi met les portefeuilles en danger. Parfois, des entreprises à la mode méritent leur surcote. Et parfois, des entreprises tombées en disgrâce méritent leur faible valorisation. L'identification des titres négligés sert de point de départ aux investisseurs sérieux, les menant vers une analyse plus approfondie. C'est seulement si l'analyse attentive confirme les espérances de performances futures élevées que les investisseurs devraient acquérir les titres.

---

1. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, New York, Harper Business, 1973, 279.

Acheter les actions dont les rapports cours / bénéfice sont faibles est une stratégie naïve. Le fait de sélectionner les actions les moins chères, en ne tenant compte que de leurs bénéfices actuels ou de leur valeur comptable, néglige des facteurs importants comme la qualité du management et les perspectives de bénéfices futurs.

Historiquement, les stratégies naïves basées sur la valeur ont obtenu des rendements supérieurs, tout en exposant les investisseurs à un niveau relativement élevé de risque fondamental[1]. Jeremy Grantham, de Grantham, Mayo & Van Otterloo, met en garde contre la catastrophe exceptionnelle qui peut réduire à néant des années de plus-values engrangées en achetant les actions les moins chères. La véritable valeur peut être acquise en achetant des titres en dessous de leur valeur réelle, en tenant compte des bénéfices anticipés et de l'ajustement au niveau de risque.

Les investisseurs orientés sur la valeur ne doivent pas nécessairement limiter leur choix à des entreprises à faible croissance ou en difficulté. Même les secteurs à forte croissance contiennent des entreprises aux valorisations attractives. Un gestionnaire de portefeuille d'actions technologiques, Sy Goldblatt de S Squared, lorsqu'il assiste à des salons d'investissement, évite les salles de conférence regorgeant d'analystes cherchant « l'affaire du mois ». Au lieu de cela, se détachant de la foule, il va à la rencontre d'entreprises qui ne peuvent pas attirer une large audience. Bien que nombreux sont ceux qui trouvent que les concepts de valeur et de technologie s'accordent mal, la rencontre des deux crée une combinaison performante. Les investisseurs orientés sur la valeur cherchent à acquérir des entreprises en dessous de leur valeur réelle, et non à acheter *a priori* des titres à faible croissance ou en difficulté.

Benjamin Graham a reconnu que des investisseurs attentifs peuvent identifier la valeur dans des secteurs inhabituels. Il écrit : « … L'approche des valeurs de croissance peut très bien fournir le matelas de sécurité qu'on trouve dans l'investissement ordinaire, pour autant que le calcul des bénéfices futurs soit effectué de façon prudente, et qu'il démontre une marge satisfaisante par rapport au prix payé. Le danger, dans un programme d'achat de valeurs de croissance, réside justement ici. Pour de tels titres en vogue, le marché a tendance à fixer des prix qui ne vont pas être correctement protégés par une projection prudente des bénéfices futurs. La marge de sécurité dépend toujours du prix payé. Elle sera confortable à un prix donné, réduite à un prix plus élevé, et inexistante à un prix plus élevé encore. Si, comme nous le suggérons, le niveau de cours moyen de la plupart des valeurs de

1. Voir Eugene Fama and Kenneth French, "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, 50, no. 1. (1995): 131–155, et Eugene Fama and Kenneth French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance* 47, no. 2 (1992): 427–465.

croissance est trop élevé pour fournir une marge de sécurité correcte à l'acheteur, alors une simple technique d'achats diversifiés dans ce secteur peut ne pas fonctionner de manière satisfaisante. Un degré exceptionnel d'anticipation et de jugement va être nécessaire afin que des sélections individuelles avisées puissent surmonter les risques inhérents au niveau de valorisation de ces titres dans leur ensemble »[1]. Bien que Graham reconnaisse la possibilité d'identifier occasionnellement des valeurs de croissance démontrant une marge de sécurité, les investisseurs orientés sur la valeur et recherchant des titres négligés par le marché se trouvent face à un choix plus vaste d'opportunités attractives.

L'investissement contrarien

De magnifiques opportunités d'achat de titres à des prix bien inférieurs à leur valeur réelle se cachent dans les segments de marché profondément tombés en disgrâce. Dans les creux de marché, le consensus large se détourne tellement de certaines catégories d'instruments financiers que les investisseurs qui sont suffisamment courageux pour s'engager sur ces actifs voient leur santé mentale et leur sens des responsabilités remis en question par leurs pairs. En fait, Keynes écrit de l'investisseur contrarien que : « son attitude en effet doit normalement le faire passer aux yeux de l'opinion moyenne pour un esprit excentrique, subversif et inconsidéré. Cela fait partie intégrante de son comportement d'être excentrique, non conventionnel et téméraire aux yeux de l'opinion publique »[2]. Les gestionnaires qui cherchent des opportunités parmi les titres mal aimés du marché ont de beaucoup plus grandes chances de succès, accompagnées de moqueries et de critiques.

Le marché immobilier du début des années 90 fournissait des occasions évidentes d'acheter des dollars au rabais. En janvier 1994, Yale participa à l'achat d'un bien immobilier dont le bail promettait un rendement annuel de 14,8 %. À la fin du bail, le rendement aurait rapporté plus que la totalité de l'investissement initial, et laissé un bien immobilier de grande valeur en possession des acquéreurs. Même sans plus-value immobilière, le rendement locatif de presque 15 % excédait de loin les rendements des obligations du Trésor qui s'élevaient alors à environ 5,75 %. En se basant sur ces seuls éléments, on ne peut savoir si la transaction aurait été valable. Peut-être que le risque d'insolvabilité du locataire justifiait l'écart énorme entre le loyer et le rendement obligataire sans risque. Mais en réalité, la caution du gouvernement américain sur le paiement des loyers apportait à ce rendement locatif la qualité de signature des bons du Trésor. Les investisseurs trouvent rarement de telles

1. Graham, *Intelligent Investor.*
2. Keynes, *General Theory*, 157. (traduction Jean de Largenaye)

occasions d'acheter des dollars au rabais. Ironiquement, cette opportunité d'achat au rabais d'un flux de liquidités sans risque venait d'une agence du gouvernement américain, le Resolution Trust Corporation (RTC). Bien que le RTC soit plus connu pour ses activités de confiscation de biens, des affaires attractives y apparaissent parfois.

L'opportunité d'acquérir des biens immobiliers au rabais trouvait ses racines dans les excès commis à la fin des années 80. L'immobilier était alors l'actif préféré des institutionnels, en tête de liste des catégories d'actifs attractives dans les études sur l'allocation d'actifs. Les investisseurs considéraient les centres commerciaux de province comme des actifs irremplaçables jouissant d'une position de monopoles, et les achetaient même avec des rendements locatifs de moins de 5 %. Les immeubles de bureaux en ville étaient traités avec une vénération similaire.

Au début des années 90, le panorama avait considérablement changé. Les excès de construction, de crédit et de prix de la décennie précédente devinrent manifestes, et les prix de l'immobilier tombèrent en chute libre. Les centres commerciaux de province étaient devenus des dinosaures menacés par la concurrence de nouveaux concepts dans la vente au détail. De même, les immeubles de bureaux en ville étaient en voie d'extinction, car le travail à domicile était en train de remplacer les trajets vers le lieu de travail en ville.

Les investisseurs orientés sur la valeur ont su reconnaître que les circonstances n'étaient pas aussi favorables qu'elles paraissaient à la fin des années 80, et qu'elles n'étaient pas aussi sombres qu'elles en avaient l'air au début des années 90. En observant simplement la relation entre la valeur de marché et le coût de remplacement, un investisseur aurait été vendeur à la fin des années 80 et acheteur au début des années 90. Acheter au plus bas et vendre au plus haut, il n'y a pas de meilleur choix !

Le comportement du chasseur de performance

Bien loin de démontrer le courage exigé pour prendre des positions contrariennes, la plupart des investisseurs suivent la foule sur le chemin de la médiocrité confortable. Les flux d'argent entrant et sortant des fonds de placement activement gérés en donne un excellent exemple. Idéalement, des investisseurs sérieux apporteraient des fonds aux gestionnaires après une période de sous-performance normale et avant une période de surperformance attendue. Dans les faits, les investisseurs font exactement le contraire.

La preuve accablante apportée par Russel Kinnel, directeur de la recherche sur les fonds chez Morningstar, montre la prise de décision systématiquement erronée

des investisseurs en fonds communs de placement. L'étude de Morningstar, résumée dans le tableau 4.10, compare les performances de l'industrie des fonds telles qu'elles apparaissent sur les offres et dans les publicités (performances pondérées en valeur-temps, c'est-à-dire telles qu'elles ont été obtenues durant une période précise) avec celles des investisseurs qui placent leur argent dans ces fonds (performances pondérées en dollars, c'est-à-dire en tenant compte des souscriptions et des retraits). L'analyse envisageait dix années de résultats, couvrait tous les fonds actions américains et les divisait en dix-sept catégories. Dans chaque cas, les performances réelles n'atteignaient pas celles qui étaient affichées. En d'autres termes, les investisseurs mettaient leur argent dans les fonds après qu'ils aient surperformé (donc avant qu'ils ne sous-performent), et reprenaient leur argent après les mauvaises performances (donc avant les bonnes).

Catégorie	Performance pondérée en dollars	Performance pondérée en valeur-temps	Écart
Technologie	–5,7 %	7,7 %	–13,4 %
Communications	3,0	8,4	–5,4
Santé	8,5	12,5	–4,0
Grosses valeurs de croissance	4,4	7,8	–3,4
Valeurs de croissance moyennes	5,4	8,4	–3,1
Petites valeurs de croissance	6,3	8,8	–2,5
Petites valeurs diverses	9,0	11,3	–2,4
Ressources naturelles	10,3	12,4	–2,1
Petites valeurs de rendement	11,6	13,6	–2,0
Immobilier	13,4	15,4	–2,0
Valeurs de rendement moyennes	10,4	12,2	–1,7
Grosses valeurs diverses	7,5	9,1	–1,6
Financières	12,8	14,4	–1,6
Allocation modérée	7,3	8,4	–1,2
Valeurs moyennes diverses	10,6	11,4	–0,8
Grosses valeurs de rendement	9,6	10,0	–0,4
Allocation prudente	7,2	7,5	–0,3

Note : L'écart entre les chiffres arrondis peut ne pas correspondre à leur différence.
Source : Morningstar Fund Investor, juillet 2005, tome 13, numéro 11.

Tableau 4.10 Les investisseurs courent après la performance des fonds communs. *Performances sur dix ans au 30 avril 2005.*

Kinnel observe que la volatilité aggrave le problème. Les fonds de valeurs technologiques montrent un écart stupéfiant de 13,4 % par an entre les performances des fonds et celles des souscripteurs. Les fonds sectorisés spécialisés dans les communications, la santé et toutes les valeurs de croissance sont également en tête de liste des véhicules d'investissement enclins à l'échec.

Bien que tous les groupes démontrent des décisions médiocres de la part des investisseurs, les fonds les moins volatiles produisent des résultats moins épouvantables. Le groupe « allocation prudente » affiche les meilleurs résultats, c'est-à-dire un écart de 0,3 %, ce qui reste décevant. D'autres produits peu volatiles sur lesquels les investisseurs se comportent relativement bien sont les grosses valeurs de rendement, les valeurs moyennes diverses et l'allocation modérée.

L'étude de Morningstar montre que les particuliers qui investissent affichent avec une régularité impressionnante un comportement de chasseurs de performance dommageable aux résultats. L'addition des effets d'allers-retours mal avisés aux coûts de la gestion active, laisse peu de place à la réussite du particulier qui investit.

Malheureusement, il n'existe aucune donnée comparable sur les souscriptions et les retraits des fonds institutionnels par rapport à la gestion active. Ceci dit, les éléments disponibles indiquent que les institutions souffrent du même problème de chasse à la performance que les particuliers. Observez le cas de Grantham, Mayo & Van Otterlo (GMO), une société de gestion de fonds extraordinaire basée à Boston. Malgré un des historiques les plus [1]performants à long terme au sein de l'industrie de la gestion de fonds, les clients l'ont désertée en masse lorsqu'elle a traversé une mauvaise passe.

Le style rationnel, systématiquement orientée sur la valeur de GMO n'a pas réussi à tenir le rythme du marché obsédé par les valeurs de croissance de la fin des années 90. Les investisseurs ont paniqué. Entre 1998 et 1999, la surface financière de GMO s'est rétrécie de 30 à 20 milliards de dollars, alors même que le marché actions s'envolait. Les investisseurs qui l'ont lâchée ont perdu sur trois plans : d'une part, en vendant dans un creux, ensuite en allouant leurs fonds à des gestionnaires positionnés sur les valeurs de croissance, donc destinés à subir fortement la crise qui a suivi, et enfin en se privant de participer à la remontée de GMO. Comme pour confirmer les accusations visant la gestion active, les investisseurs qui avaient été assez intelligents pour choisir GMO ont fait preuve de stupidité en abandonnant l'approche rigoureuse de cette société au moment où elle aurait été la plus intéressante à suivre.

---

1. Douglas Appell, "GMO's Grantham not worried about the bulls", *Pensions & Investments*, 5 March 2007.

Voyez l'histoire spécifique de la stratégie internationale orientée sur la valeur intrinsèque appliquée par GMO. Depuis le lancement du fonds en 1987 jusqu'à fin 2006, le fonds a rapporté 11,1 % par an, générant un rendement supérieur de 7,0 % à celui des fonds comparables. Les investisseurs à long terme de GMO s'en sont donc très bien tirés.

Cependant, dans l'ensemble, le comportement des investisseurs a réussi à transformer cette réussite en échec. Les performances extraordinaires du début des années 90 ont attiré l'intérêt des investisseurs, comme le montre le tableau 4.11. La performance supérieure au benchmark de 8,7 % de 1990 à 1993 a propulsé l'apport de fonds de 378 millions de dollars à 2,6 milliards ! Aussi longtemps que la performance sur trois ans glissants a dépassé celle du marché, les flux de souscriptions ont

Année	Performance	Benchmark	Écart	Flux de souscriptions (en millions de dollars)	Capitaux sous gestion (en millions de dollars)
1990	–8,1 %	–23,2 %	15,1 %	256	378
1991	14,4	12,5	1,9	503	990
1992	–1,1	–11,9	10,7	182	1 218
1993	39,9	32,9	7,0	471	2 595
1994	4,2	8,1	–3,9	(23)	2 234
1995	10,3	11,6	–1,2	307	2 606
1996	9,6	6,4	3,2	85	2 838
1997	0,9	2,1	–1,1	(1 257)	1 607
1998	13,6	20,3	–6,7	(784)	1 095
1999	14,6	27,3	–12,7	(190)	1 057
2000	–1,4	–14,2	12,8	(220)	802
2001	–12,1	–21,4	9,3	(27)	647
2002	–0,6	–15,9	15,4	(7)	578
2003	43,5	38,6	4,9	1 116	1 981
2004	25,3	20,2	5,0	597	3 162
2005	14,3	13,5	0,7	886	4 680

Source : GMO.
Note : Ces données n'incluent pas les comptes sur lesquels GMO pouvait appliquer à discrétion des stratégies multiples.

Tableau 4.11 Les investisseurs institutionnels de GMO achètent au plus haut et vendent au plus bas.
La stratégie internationale orientée sur la valeur intrinsèque.

continué, augmentant les capitaux sous gestion jusqu'à un sommet de 2,8 milliards de dollars fin 1996. Les institutions, qu'on suppose raisonnables, se sont en fait livrées à une chasse à la performance de GMO.

En 1997, après que la performance sur trois ans glissants soit devenue négative, l'exode a commencé. Les retraits des clients ont fait passer les capitaux du fonds de 2,8 milliards de dollars en 1996 à 578 millions en 2002. La performance relative médiocre de GMO de 1994 à 1999 a provoqué l'abandon d'une stratégie active sensée par les clients volages.

Bien sûr, les clients ayant retiré leurs fonds n'ont pas pu bénéficier de la remontée spectaculaire de GMO. La raison étant revenue sur les marchés après l'effondrement de la bulle internet au début de l'an 2000, GMO a affiché une performance supérieure à son benchmark de 9,5 % par an durant les cinq années qui ont suivi. Le fait d'acheter au plus haut et de vendre au plus bas, comme de si nombreux clients de GMO l'ont fait, fait des dégâts durables dans les portefeuilles.

Sur la période allant de 1993 à 2003, le fonds de GMO a battu le marché de 2,8 % par an. Les souscripteurs sont passés à côté du meilleur de cette performance. En se basant sur une pondération des résultats en dollars, les clients ont sous-performé le marché de 2 % par an. Des engagements et des retraits du fonds de GMO mal réfléchis ont transformé un véhicule d'investissement gagnant en choix d'investissement perdant.

Dans le monde fermé de l'investissement sur les titres cotés, la simple logique veut que la majorité des capitaux ne parviennent pas à battre le marché, car l'impact des frais de gestion et des coûts de transaction garantit un résultat médiocre à la plupart des participants. L'échec à grande échelle de la gestion active rend encore plus précieuse la réussite extraordinaire d'un gestionnaire. Et lorsque les clients stupides des gestionnaires de qualité détruisent leurs capitaux en réagissant de façon perverse aux performances passées, la réalité de la gestion active devient plus dure encore.

L'investissement orienté sur la valeur donne une fondation solide à la construction d'un portefeuille, car l'acquisition de titres en dessous de leur valeur réelle fournit une marge de sécurité. Dans de nombreux cas, l'investissement orienté sur la valeur s'avère fondamentalement inconfortable, car les opportunités les plus attractives résident dans des secteurs délaissés ou même effrayants. En conséquence, beaucoup d'investisseurs abandonnent les stratégies sensées pour partir à la recherche de la mode du jour. Si l'on s'y engage avec ténacité, les stratégies orientées sur la valeur apportent une bonne dose de stabilité aux programmes d'investissement, réduisant leur dépendance aux vicissitudes des marchés et leur servant à atténuer les risques auxquels sont confrontés les gestionnaires de portefeuilles.

CONCLUSION

La philosophie d'investissement définit l'approche grâce à laquelle un investisseur va générer la performance d'un portefeuille, et décrit de façon fondamentale les composantes qui influencent le processus d'investissement. Les rendements des marchés proviennent de trois sources : l'allocation d'actifs, le *market timing* et la sélection des titres. Chacune de ces sources fournit un outil à l'investisseur afin qu'il puisse satisfaire aux objectifs de l'institution. Les investisseurs sensés utilisent les outils disponibles de façon régulière, grâce à une philosophie d'investissement bien définie et soigneusement formulée.

Le comportement de l'investisseur fait que la politique d'allocation d'actifs domine la performance du portefeuille, car les institutions ont tendance à rester fidèles à des portefeuilles de titres cotés diversifiés. La création d'un portefeuille diversifié dans une large gamme de catégories d'actifs orientés sur les actions, qui réagissent de manière fondamentalement différente aux forces génératrices de profit, fournit le sous-jacent essentiel au processus d'investissement.

Le *market timing* conduit les investisseurs à détenir des portefeuilles qui diffèrent des objectifs de la politique d'allocation, sabotant la capacité d'un fonds à atteindre ses objectifs à long terme. Souvent motivé par la peur ou par l'avidité, le *market timing* a tendance à détériorer la performance d'un portefeuille. De nombreuses institutions pratiquent une forme implicite de *market timing* en ne respectant pas les objectifs d'allocation d'actifs à long terme. Le contrôle du risque exige un rééquilibrage régulier, s'assurant ainsi que les portefeuilles reflètent les préférences des institutions.

La sélection active des titres joue un rôle prépondérant dans presque tous les programmes d'investissement institutionnels malgré les performances relatives médiocres affichées par l'écrasante majorité des investisseurs. Les gestionnaires de fonds augmentent leurs chances de réussite en se concentrant sur les marchés inefficients, qui présentent le choix d'opportunités le plus large. Le fait d'accepter l'illiquidité rapporte des rendements bien supérieurs à l'investisseur à long terme qui sait se montrer patient, et l'approche des marchés selon une orientation sur la valeur fournit une marge de sécurité. Même si les investisseurs appliquent des programmes de gestion active avec intelligence et prudence, l'efficience des cours rend très difficile l'identification et l'implémentation de stratégies qui battent le marché. Dans la situation trop fréquente où les investisseurs pourchassent les performances élevées et abandonnent les faibles, leurs chances de battre le marché se réduisent spectaculairement. L'efficience rationnelle des marchés et le comportement déraisonnable des investisseurs se combinent pour faire de la sélection des titres un jeu ardu.

5
L'allocation d'actifs

Le processus d'allocation d'actifs illustre l'importance qu'il y a à combiner l'art et la science dans toute décision d'investissement, car ni le jugement avisé ni l'analyse quantitative ne peuvent produire à eux seuls des performances régulièrement bonnes. À l'une des extrémités, les décisions intuitives manquent de rigueur, car elles omettent des informations ou bien les sur ou sous-estiment. À l'autre extrémité, l'application mécanique d'outils quantitatifs conduit à des conclusions naïves et parfois même dangereuses. En mariant l'art du jugement avisé et la science de l'analyse numérique, on crée une approche efficace de l'allocation d'actifs.

Définir et sélectionner les classes d'actifs constitue le premier pas dans la construction d'un portefeuille. De nombreux investisseurs choisissent les classes d'actifs populaires du moment, dans des proportions similaires à celles d'autres investisseurs, créant des portefeuilles indiscutables qui vont ou non correspondre aux besoins des institutions. En se reposant sur les décisions d'autrui pour définir les choix d'un portefeuille, les investisseurs n'assument pas la responsabilité la plus fondamentale d'un intermédiaire financier : concevoir un portefeuille qui corresponde aux objectifs de l'institution.

Les classes d'actifs et la mode

Les classes d'actifs avec lesquelles les investisseurs construisent les portefeuilles changent selon la période. Des clichés du portefeuille de Yale pris tout au long des 150 dernières années donnent un aperçu de l'évolution de sa structure. L'immobilier représentait presque la moitié du portefeuille en 1850, les obligations

garanties par hypothèque et les actions constituant le reste. Au début du XX^e^ siècle, les classes d'actifs dominantes contenaient des hypothèques, des obligations de compagnies de chemin de fer et de l'immobilier, avec des proportions relativement faibles d'actions et d'obligations privées diverses. Dans les années 50, l'Université détenait des obligations et des actions américaines, des actions préférentielles et de l'immobilier. Au début du XXI^e^ siècle, le portefeuille bien diversifié de Yale contenait des obligations et des actions américaines, des actions étrangères, des fonds de performance absolue, des actifs tangibles et des participations privées.

Exactement de la même manière que les styles vestimentaires, les modes vont et viennent dans le domaine de l'investissement. Les obligations des compagnies de chemin de fer attiraient tout spécialement l'attention dans les discussions sur l'allocation d'actifs à la fin du XIX^e^ siècle et au début du XX^e^ siècle, à cause du rôle dominant que jouaient les chemins de fer dans le développement de l'économie américaine. Les investisseurs étaient prêts à souscrire à des emprunts à échéance de cent ans lancés par des compagnies de chemins de fer présentant tous les critères de sécurité, sachant que même si un problème particulier se posait, le seul droit d'utilisation des voies ferrées fournirait un rendement inaliénable.

Imaginez la surprise du gestionnaire de portefeuille du milieu des années 1890 apprenant le destin des obligations de la compagnie Lehigh Valley Railroad à 4,5 % échéance 1989. Offertes à 102,5 dollars en janvier 1891 par le syndicat constitué de Drexel, J.P. Morgan et Brown Brothers, ces obligations attirèrent très peu l'attention durant les quatre premières décennies car les coupons étaient régulièrement versés en temps et en heure. La dépression économique générale des années 30 heurta de plein fouet Leligh Valley Railroad, la conduisant à se soulager de ses dettes grâce au Plan d'Ajustement des Dettes de 1938. Mais les concessions initiales ne parvenant pas à assurer la bonne marche financière de la compagnie, de nouvelles négociations menèrent au Plan d'Ajustement des Dettes de 1949. Finalement, la restructuration s'avéra incapable de résoudre les problèmes de Lehigh Valley, ce qui provoqua le non versement du coupon du 1^er^ octobre 1970. Les détenteurs d'obligations, bénéficiaires en premier ressort de 23 kilomètres de voie ferrée (13 kilomètres entre Hazle Creek Junction à Hazleton en Pennsylvanie, et 10 kilomètres entre Ashmore et Highland Junction, en Pennsylvanie également), ne recevaient que peu de consolation du paiement des intérêts, les obligations elles-mêmes s'échangeant en 1972 à 5 % de leur valeur nominale. Bien que toutes les dettes des compagnies de chemin de fer n'aient pas subi le même destin que les obligations de Lehigh Valley, ce type de titres n'a en général pas répondu aux attentes[1].

Les obligations des compagnies de chemin de fer ne constituent plus une classe d'actifs à part entière, car l'industrie du chemin de fer s'est avérée moins durable-

ment robuste que les investisseurs des années 1890 ne le croyaient. À cause de cette lourde concentration de leurs portefeuilles sur la dette des chemins de fer, les investisseurs de la fin du XIX^e^ siècle n'allouèrent que peu de fonds aux actions domestiques, manquant par là une opportunité de créer des portefeuilles aux rendements potentiels largement supérieurs. Un regard rétrospectif conforte les conclusions concernant les sources de profit du passé. La première difficulté pour les investisseurs réside dans la construction de portefeuilles bien positionnés pour réussir dans l'environnement futur.

Les investisseurs commencent par sélectionner des classes d'actifs et les combinent de manière à pouvoir atteindre les objectifs d'investissement fondamentaux. Les portefeuilles institutionnels exigent des actifs susceptibles de générer des rendements semblables à ceux des actions, comme les actions domestiques ou étrangères, les stratégies de performance absolue, les actifs tangibles et les participations privées. Afin d'atténuer les risques spécifiques de chaque classe d'actifs, les investisseurs diversifient à outrance, détenant des actifs dans des proportions qui permettent à la classe concernée de compter suffisamment, mais pas trop, dans le résultat global du portefeuille. En comprenant et en formulant le rôle joué par chaque classe d'actifs, les investisseurs jettent des bases solides pour un programme d'investissement institutionnel.

La définition d'une classe d'actifs

La pureté absolue dans la composition d'une classe d'actifs est un idéal rarement atteint. Poussée à l'extrême, la recherche de pureté produit des dizaines de classes d'actifs, créant une multiplicité ingérable d'alternatives. Bien que les intervenants ne soient pas d'accord sur le bon nombre des classes d'actifs, celui-ci doit être suffisamment petit pour que les options de composition du portefeuille fassent une différence, mais également suffisamment grand pour que ces options ne prennent pas trop d'importance. Engager moins de 5 ou 10 % des capitaux d'un fonds sur un type particulier d'investissement n'a pas grand sens, une allocation aussi réduite n'ayant presque aucune chance d'influencer significativement la performance du portefeuille global. À l'inverse, engager plus de 25 ou 30 % des fonds sur une classe d'actifs présente le danger d'une concentration excessive. La plupart des portefeuilles fonctionnent correctement avec environ une demi-douzaine de classes d'actifs.

---

1. Moody's Investor Service, *Moody's Transportation Manual*, New York, Moody's Investor Service, Inc., 1973, 358–370.

Les caractéristiques fonctionnelles jouent un rôle dominant dans la définition des classes d'actifs, les attributs structurels et légaux ne jouant qu'un rôle secondaire. Les distinctions entre les différentes classes reposent sur des différences importantes dans leurs caractéristiques fondamentales : les obligations par rapport aux actions, les titres domestiques par rapport aux titres étrangers, la sensibilité à l'inflation par rapport à l'indifférence à l'inflation, le privé par rapport au public, la liquidité par rapport à l'illiquidité. Au final, les investisseurs essaient de regrouper les actifs par affinité, créant des groupes d'investissement relativement homogènes qui servent de pierres angulaires au processus d'élaboration du portefeuille.

Les rendements fixes représentent un cas intéressant. Si les investisseurs veulent que les actifs à rendement fixe fournissent une couverture contre les accidents financiers, alors seules les obligations des meilleures signatures, à long terme et non remboursables par anticipation, répondent à cette exigence. Bien que, d'un point de vue légal et structurel, les obligations moins bien notées (c'est-à-dire les obligations « pourries » (« junk bonds ») et les obligations à haut rendement) appartiennent à la famille du rendement fixe, elles manquent de vertu protectrice contre les crises. Les obligations pourries présentent un risque similaire à celui des actions, car les détachements de coupons dépendent en grande partie de la santé financière de l'émetteur. Même si l'emprunteur respecte ses obligations contractuelles, les détenteurs peuvent perdre le bénéfice de leurs obligations par remboursement anticipé, car une baisse des taux d'intérêt ou une meilleure santé financière permettent à l'émetteur de rembourser les obligations à prix fixe avant leur maturité. Ironiquement, les détenteurs d'obligations pourries peuvent perdre au jeu, que les perspectives de l'entreprise s'assombrissent ou qu'elles s'améliorent ! En tous cas, les obligations de qualité inférieure fournissent une protection très faible contre les périodes de marasme financier, car dans les moments de perturbations économiques, les détenteurs d'obligations à haut rendement peuvent subir l'insolvabilité de l'emprunteur.

Les obligations d'État dominent dans les portefeuilles conçus pour offrir une couverture face aux traumatismes financiers, car ils apportent la meilleure protection. Toutefois, toutes les émissions d'État ne font pas l'affaire. Les titres indexés sur l'inflation n'ont pas leur place dans un portefeuille obligataire correctement défini. Les titres obligataires traditionnels réagissent à une inflation inattendue par une baisse de leur valeur, car les coupons à venir deviennent moins intéressants. À l'inverse, les obligations indexées sur l'inflation réagissent à une hausse inattendue des prix en procurant un rendement plus élevé. Lorsque deux actifs réagissent de façon opposée à la même variable fondamentale, c'est qu'ils appartiennent à des classes différentes.

De nombreux investisseurs incluent les obligations étrangères dans leur portefeuille, aussi bien dans la catégorie du rendement fixe que dans une catégorie à part. Ni l'un ni l'autre de ces choix n'est pertinent, au sens fondamental. Tout d'abord, les obligations étrangères ne jouent aucun rôle dans la protection du portefeuille contre la déflation ou les traumatismes financiers. Les investisseurs ne peuvent savoir comment ces obligations étrangères vont réagir à une crise financière domestique, car les conditions ailleurs peuvent différer de l'environnement domestique. De plus, la variation des cours des devises peut influencer les rendements de façon importante et imprévisible. Ensuite, en tant que classe d'actifs à part entière, les obligations étrangères de qualité présentent peu d'intérêt. La combinaison de rendements obligataires modestes et d'une exposition aux fluctuations des devises enlève tout intérêt associé aux actifs étrangers à rendement fixe. Si les investisseurs acceptent de payer le prix fort (en termes de rendement faible) en achetant des obligations comme s'ils souscrivaient à une assurance contre les désastres financiers, alors il faut que les avantages soient clairs et directs.

Les investisseurs attentifs définissent les classes d'actifs en termes de fonctionnalité, reliant les caractéristiques d'un titre au rôle attendu d'un groupe particulier d'investissements. Dans le cas du rendement fixe, l'introduction des risques de crédit, de remboursement anticipé et de change diminue les qualités de couverture contre les catastrophes. Pourtant, en recherchant de hauts rendements ou en essayant de battre facilement le benchmark, la plupart des portefeuilles institutionnels contiennent des quantités disproportionnées d'obligations n'ayant pas la pureté des titres du Trésor américain. Le résultat net en est un portefeuille qui ne correspond ni à l'objectif de générer une performance semblable à celle des actions, ni à celui de protéger les capitaux contre une perturbation des marchés.

Le jugement joue un rôle essentiel dans la définition et la mise en forme des classes d'actifs. Si l'analyse statistique utilisée dans le processus d'allocation d'actifs ne repose pas sur des définitions sensées des classes d'actifs, le portefeuille qui va en résulter a peu de chances de répondre aux besoins de l'institution.

LES ANALYSES QUANTITATIVES ET QUALITATIVES

Mettre en place les objectifs d'une politique d'allocation d'actifs exige une combinaison d'apports quantitatifs et qualitatifs. Les marchés financiers invitent à la quantification. Le rendement, le risque et la corrélation se prêtent aux mesures

chiffrées. Les méthodes statistiques permettent l'analyse de différentes combinaisons de portefeuilles par un certain nombre de cadres de référence tels que le Modèle de Valorisation des Actifs, la Théorie de l'Arbitrage et la Théorie Moderne de Portefeuille. L'analyse quantitative fournit des éléments essentiels au processus de structuration du portefeuille, forçant les investisseurs à suivre une approche rigoureuse de construction du portefeuille. La spécification systématique des données entrantes pour un modèle d'allocation d'actifs précis clarifie les principaux problèmes de la gestion de portefeuille.

Les prix Nobel Harry Markowitz et James Tobin ont développé « l'optimisation à moindre variance », l'un des cadres analytiques les plus utiles et les plus répandus. Le processus identifie les portefeuilles efficients qui, pour un niveau de risque donné, ont les plus hauts rendements possible, ou bien, pour un rendement donné, possèdent les caractéristiques de risque les plus faibles. En entrant les données des rendements attendus, du risque toléré et du degré de corrélation souhaité, le processus d'optimisation évalue différentes combinaisons d'actifs, identifiant finalement les meilleurs portefeuilles. Ces portefeuilles qui ne peuvent plus être améliorés représentent l'ultime frontière de l'efficience, c'est-à-dire un ensemble d'éléments à partir desquels les investisseurs rationnels vont effectuer leurs choix.

L'identification de portefeuilles efficients

La seule expression « optimisation à moindre variance » intimide déjà de nombreux investisseurs, faisant surgir en eux des images de méthodes quantitatives complexes hors de portée de l'intelligence moyenne. En fait, le processus d'optimisation repose sur quelques concepts de base accessibles même aux étudiants en finance les moins doués.

L'optimisation à moindre variance identifie les portefeuilles efficients. Un portefeuille efficient est celui qui, en termes de niveau de risque, domine tous ceux qui génèrent le même rendement, ou qui, en termes de rendement, domine tous ceux qui démontrent le même niveau de risque. En d'autres termes, pour un niveau de risque donné, aucun autre portefeuille ne génère de rendements plus élevés que le portefeuille efficient. De la même manière, pour un niveau de rendement donné, aucun autre portefeuille ne démontre un risque aussi faible que le portefeuille efficient. Notez que la définition de l'efficience a trait uniquement au risque et au rendement ; l'optimisation à moindre variance ne considère aucune autre caractéristique des classes d'actifs.

Les professionnels supposent généralement que des distributions normales, ou sinusoïdales, décrivent correctement les rendements des différentes classes d'actifs, permettant ainsi une description parfaite de la distribution des performances avec seulement un minimum et une variation. Bien que l'utilisation des distributions normales facilite l'application d'une analyse basée sur le minimum et la variation, dans la réalité, les rendements des titres trahissent des caractéristiques significativement anormales, limitant la valeur des conclusions théoriques.

Les corrélations décrivent la manière dont les rendements d'une classe d'actifs ont tendance à varier par rapport à ceux d'autres classes, quantifiant ainsi le pouvoir diversifiant de la combinaison de classes d'actifs qui réagissent différemment aux forces générant des rendements. La corrélation constitue un troisième moyen par lequel les caractéristiques des classes d'actifs influencent la construction d'un portefeuille, complétant les facteurs de rendement et de risque.

Après avoir spécifié les rendements, les risques et les corrélations souhaités pour le groupe d'actifs sur lesquels investir, la recherche des portefeuilles efficients commence. En commençant par un niveau de risque donné, le modèle examine portefeuille après portefeuille, conduisant finalement à l'identification d'une combinaison d'actifs générant le rendement le plus élevé. Le meilleur portefeuille se trouve à la frontière de l'efficience. Le processus continue ensuite par l'identification du portefeuille au rendement le plus élevé pour une série de niveaux de risque différents, avec pour résultat la combinaison des meilleurs portefeuilles définissant la frontière de l'efficience.

L'optimisation à moindre variance est essentiellement un processus simple. En utilisant des caractéristiques précises des marchés financiers, un modèle quantitatif emploie des techniques interactives pour rechercher des portefeuilles efficients. En considérant différentes combinaisons d'actifs se tenant sur la frontière de l'efficience, les investisseurs choisissent parmi un éventail des meilleurs portefeuilles.

Les limites de l'analyse de la moindre variance

L'optimisation à moindre variance, laissée librement à elle-même, produit souvent des solutions inacceptables pour ce qui est de la composition de portefeuilles. Richard Michaud, dans sa critique de l'optimisation à moindre variance, écrit : « Le caractère non intuitif de nombreux portefeuilles "optimisés" peut être attribué au fait que les optimiseurs de moindre variance sont, au sens fondamental, des "maximiseurs d'erreurs d'estimation"… L'optimisation à moindre variance surpondère (ou sous-pondère) lourdement les titres qui possèdent des rendements estimés

élevés (ou faibles), des corrélations négatives (ou positives) et de faibles (ou fortes) variances. Ces titres sont, bien sûr, ceux qui sont le plus susceptibles de contenir une marge importante d'erreur d'estimation »[1]. Bien que les commentaires de Michaud concernent un portefeuille de titres, sa critique peut très bien s'appliquer à un portefeuille de classes d'actifs.

Plusieurs problèmes fondamentaux limitent l'utilité de l'analyse basée sur la moindre variance. La réalité montre que les rendements des titres ne correspondent pas à une distribution normale, les marchés générant plus d'événements extrêmes que ne le voudrait une distribution théorique à la courbe bien léchée. Richard Bookstaber, auteur de *A Demon of Our Own Design*, affirme « qu'une règle générale veut que chacun des marchés financiers génère chaque année une ou deux journées dont les mouvements de prix égalent ou dépassent quatre déviations standard. Et chaque année, il y a habituellement au moins un marché qui connaît une journée où les mouvements de prix dépassent dix déviations standard »[2]. Si des variations de cours extrêmes apparaissent beaucoup plus fréquemment que ne le prédirait une distribution normale[3], alors l'analyse fondée sur la moindre variance passe à côté d'informations très importantes. En fait, les investisseurs sont plus attentifs aux situations extraordinaires situées aux extrémités de la distribution, comme par exemple le krach de 1987, qu'aux résultats ordinaires représentés par la partie centrale de la distribution.

La façon dont les classes d'actifs sont liées les unes aux autres peut ne pas être stable. Par exemple, les crises financières font souvent que des marchés distincts se comportent de la même manière. En octobre 1987, les marchés actions du monde entier se sont effondrés, décevant les gestionnaires de portefeuille qui espéraient qu'une diversification à l'étranger servirait d'amortisseur à une baisse brutale de leur marché domestique. Bien que les corrélations entre les différents secteurs géographiques avant et après 1987 étaient bien inférieures à 1, le comportement hautement corrélé des différents marchés durant la période qui a suivi immédiatement le krach de 1987 a obligé de nombreux investisseurs à se demander ce qui était arrivé aux espérances portées par la diversification. La plupart des investisseurs se reposent

---

1. Richard Michaud, "The Markowitz Optimization Enigma: Is 'Optimized' Optimal?" *Financial Analysts Journal* 45, no. 1 (1989): 31–42.

2. Richard Bookstaber, "Global Risk Management: Are We Missing the Point?" (article fondé sur la contribution donnée à The Institute for Quantitative Research in Finance, Octobre 1996 ainsi qu'à la conférence Internal Models for Market Risk Evaluation: Experiences, Problems and Perspectives, Rome, Italie, Juin 1996.)

3. Des variables normalement distribuées génèrent un événement de quatre déviations standard une fois tous les 15 780 essais. En se basant sur une année contenant 250 jours ouvrables, un événement de quatre déviations standard ne devrait survenir que tous les 63 ans.

lourdement sur l'historique dans l'estimation des données qu'ils entrent dans le modèle ; pourtant, l'évolution structurelle continue réduit la valeur prédictive des rendements, des risques et des corrélations historiques. Les modélisateurs quantitatifs sont confrontés à la tâche écrasante qui consiste à assigner une pondération appropriée aux données historiques ainsi qu'aux projections intuitives bien réfléchies.

L'optimisation à moindre variance définit la distribution des rendements entièrement en termes de rendement/risque espéré. Le cadre ne parvient pas à inclure des caractéristiques aussi importantes que la liquidité et la faisabilité d'une introduction sur le marché. En fait, l'inclusion d'actifs moins liquides dans un cadre à moindre variance pose des problèmes. La plupart du temps, l'optimisation à moindre variance implique l'analyse de données de marché annuelles, supposant implicitement le rééquilibrage des allocations du portefeuille. C'est-à-dire que si les actions sont montées au-dessus de leur objectif et que les obligations ont baissé, alors à la date anniversaire choisie, les investisseurs vendent des actions et achètent des obligations en quantité suffisante pour pouvoir rétablir les allocations ciblées. En clair, les actifs non négociables comme les participations privées et l'immobilier ne peuvent pas être rééquilibrés de manière économique et efficiente. L'incapacité à gérer des actifs illiquides de manière compatible avec le modèle réduit la pertinence de l'analyse basée sur la moindre variance.

Un autre problème de l'optimisation à moindre variance a trait à l'horizon d'investissement. Dans de nombreux cas, les investisseurs se choisissent de multiples objectifs s'étalant sur des horizons de temps différents. Par exemple, les gestionnaires de fonds de réserve cherchent la stabilité à moyen terme des prélèvements, même s'ils poursuivent simultanément l'objectif de préservation du pouvoir d'achat du capital à long terme. Une période de trois à cinq ans pour l'étude de la moindre variance pourrait correspondre au critère de stabilité des prélèvements, alors qu'une période d'étude s'étalant sur plusieurs décennies pourrait être utile au critère de préservation du pouvoir d'achat. La période annuelle presque universellement utilisée ne peut servir aucun de ces deux objectifs. La rigidité de l'optimisation à moindre variance ne s'adapte pas aux problèmes bien réels des gestionnaires de fonds de réserve.

Au final, les défauts fondamentaux comme les avantages séduisants des méthodes quantitatives découlent de leur capacité à réduire un vaste ensemble de classes d'actifs ayant des attributs variés à un groupe compact ayant des caractéristiques statistiques bien précises. Comme ce processus implique de simplifier des hypothèses, les estimations d'allocations d'actifs produites par l'optimisation à moindre variance laissée à elle-même ne constituent qu'un point de départ pour un travail plus approfondi.

Les jugements qualitatifs

Les limites de l'analyse basée sur la moindre variance plaident pour la prise en compte de considérations qualitatives dans le processus d'allocation d'actifs. Le jugement peut être incorporé en appliquant des contraintes raisonnables aux allocations de certaines classes d'actifs. Par exemple, un investisseur pourrait exprimer sa préférence pour la diversification en limitant à 30 % du portefeuille le poids de n'importe quelle classe. Une telle contrainte assure qu'aucune classe d'actifs ne domine le portefeuille. De plus, les allocations prévues à des participations privées pourraient logiquement être limitées à une augmentation modeste par rapport à l'allocation actuelle. Comme l'illiquidité et l'irrégularité des opportunités dans ce domaine empêchent une expansion prudente des acquisitions, les changements par étapes sont judicieux.

La progressivité en elle-même représente une vertu. Une très grande incertitude entoure le processus d'allocation d'actifs. Les « forces secrètes du temps et de l'ignorance », comme les appelle Keynes, voilent l'avenir, rendant caduques même les estimations les mieux pensées concernant les caractéristiques des marchés financiers[1]. Décider d'effectuer des changements radicaux en se basant sur des données incertaines, c'est poser un poids trop élevé sur une fondation branlante. La limitation des changements dans les proportions d'allocation entre les classes d'actifs représente une modification sensée du processus d'optimisation.

Toutefois, on doit prendre garde d'éviter d'imposer des limites aux classes d'actifs simplement pour donner une apparence raisonnable au portefeuille. En poussant à l'extrême, le fait de faire peser trop de contraintes sur le processus d'optimisation rend le modèle incapable de refléter autre chose que les penchants ataviques de l'investisseur, ce qui ne donne comme résultat que le fameux GIGO (*Garbage In/ Garbage Out*, « des données polluées produisent des résultats pollués ») bien connu des informaticiens.

Les investisseurs devraient plutôt identifier des portefeuilles de qualité et raisonnables en choisissant parmi un ensemble de propositions proches (mais pas forcément identiques) de la frontière d'efficience. En fait, à moins que le portefeuille actuel ne se situe exactement sur la frontière d'efficience, un grand nombre d'alter-

---

1. Keynes, *General Theory*, 1964, 155. La citation complète de Keynes est la suivante : « L'expérience ne prouve nullement que la politique de placement qui présente une utilité sociale coïncide avec celle qui rapporte le plus. Il faut plus d'intelligence pour triompher des forces secrètes du temps et de l'ignorance de l'avenir que pour "voler le départ" » (trad. de Jean de Largentaye).

natives promettent des rendements élevés (au même niveau de risque ou à un niveau de risque inférieur) ou un risque plus faible (pour les mêmes rendements ou des rendements plus élevés). Certaines de ces propositions valables apparaissent plus raisonnables que les portefeuilles qui se tiennent à la frontière, proposant aux investisseurs un choix à la fois plus confortable et mieux performant.

La modélisation quantitative s'avère particulièrement utile lorsqu'elle concentre l'attention de l'investisseur sur des changements d'allocation d'actifs potentiellement lucratifs. En analysant le portefeuille existant grâce à l'optimisation à moindre variance, et en mesurant le niveau de préférence de l'optimiseur pour une direction précise, les investisseurs comprennent l'attractivité relative des modifications de portefeuille envisagées. Les classes d'actifs attractives mettront à rude épreuve les contraintes, alors que les classes inattractives n'atteindront peut-être même pas les niveaux d'allocation actuels. Le niveau de préférence de l'optimiseur pour une classe d'actifs particulière suggère d'accroître ou de diminuer les allocations, fournissant une base d'évaluation qualitative des conclusions quantitatives. L'utilisation avisée du jugement pour la modification et l'interprétation des résultats de l'optimisation à moindre variance améliore le processus d'allocation d'actifs.

LES HYPOTHÈSES CONCERNANT LES MARCHÉS FINANCIERS

Les attentes en termes de risque et de rendement constituent le cœur de l'évaluation quantitative des différentes propositions de portefeuilles. Bien que l'expérience passée soit un point de départ acceptable, les investisseurs cherchant à tirer des conclusions réellement utiles ne doivent pas se contenter de simplement rentrer des données historiques dans l'optimiseur à moindre variance

Le développement d'un ensemble de critères quantitatifs pour l'optimisation d'un portefeuille pose de sérieux problèmes. Le plus sérieux est peut-être l'aspect anticipateur des estimations. Bien que les comportements passés fournissent des données importantes pour prévoir l'avenir, les données historiques doivent être modifiées pour pouvoir produire un ensemble de chiffres correspondant à la réalité des marchés. Les investisseurs attentifs s'efforcent d'obtenir un équilibre entre le respect des données historiques et la préoccupation pour la cohérence analytique.

Les données historiques des marchés financiers demandent à être ajustées. Le caractère changeant des cours implique que des périodes de rendements anormalement élevés suivent des périodes de rendements anormalement faibles, et vice-versa.

Jeremy Grantham, un gestionnaire de renom, pense que le retour à une moyenne constitue la force la plus puissante des marchés financiers[1]. Si les prix ont tendance à revenir à leur moyenne, alors les attentes de rendement doivent être ajustées afin d'atténuer les espérances concernant les actifs ayant récemment surperformé, et relever les anticipations concernant les actifs ayant récemment sous-performé.

Les données spécifiques à certaines périodes mènent souvent à des conclusions inintelligentes. Les classes d'actifs relativement risquées peuvent démontrer des rendements inférieurs à ceux d'investissements de toute évidence moins risqués. Des actifs n'ayant rien en commun peuvent évoluer de la même manière sans raison apparente. Ajuster les hypothèses afin de refléter les relations appropriées entre le rendement et le risque s'avère essentiel à une analyse quantitative sensée.

Des changements structurels dans les marchés forcent les analystes à pondérer plus lourdement les données récentes, enlevant de leur importance aux chiffres parfois spectaculairement différents affichés dans des environnements passés. L'introduction de nouvelles classes de titres, tels que les émissions d'obligations d'État à trente ans ayant débuté en 1977, peut modifier les caractéristiques d'une classe d'actifs de façon si fondamentale qu'il en devient beaucoup plus difficile d'anticiper le comportement futur de cette classe d'après les données plus anciennes.

Certains professionnels semblent écrasés par la tâche qui consiste à élaborer des estimations précises concernant les caractéristiques futures des classes d'actifs. Il est alors rassurant de penser que la valeur ajoutée vient de la réalisation d'un ensemble d'anticipations incluant des relations raisonnables entre les différentes classes d'actifs. Les hypothèses sur les marchés financiers incluant des relations sensées permettent l'identification d'une série de choix utiles au portefeuille. Même si les estimations précises des variables de risque et de rendement ne parviennent pas à correspondre à la réalité future, pour autant que les données entrantes proviennent d'interrelations bien établies, le processus d'optimisation à moindre variance fournit un aperçu précieux des différentes possibilités de portefeuilles efficients.

Malheureusement, les estimations de rendement des classes d'actifs restent nécessaires pour certaines choses. En évaluant la capacité de différentes combinaisons de portefeuilles à assumer des exigences spécifiques en termes de prélèvements, les niveaux d'anticipation de rendements précis entrent en jeu. Lorsque l'on doit décider si un portefeuille peut raisonnablement produire des rendements suffisants pour satisfaire un taux de prélèvement de 4, 4,5 ou 5 %, les administrateurs sont confrontés à la difficulté de devoir se reposer sur des anticipations de rendements

---

1. Jeremy Grantham. "Everything I Know about the Stock Market in 15 Minutes", Internal Memo.

des marchés financiers. Heureusement, dans le cas de l'évaluation de la capacité d'un portefeuille à assumer un certain niveau de prélèvement, les administrateurs exigent des anticipations assez précises de rendements à long terme, ce qui s'avère moins écrasant que de devoir produire des anticipations de rendements à court terme.

Dans l'optimisation à moindre variance, les données sur les rendements attendus sont la composante la plus importante des résultats, demandant la plus grande attention de la part des modéliseurs quantitatifs[1]. Les anticipations de variances viennent en second, et les hypothèses concernant les corrélations s'avèrent moins essentielles. Heureusement, les variables les plus intuitives (les rendements et les variances attendus) jouent un rôle plus central dans les modèles que les corrélations, moins intuitives.

Les caractéristiques des titres cotés

Les performances passées des actions et des obligations domestiques fournissent un bon point de départ pour le développement d'hypothèses sur les marchés financiers, compte tenu de l'aspect central des titres cotés dans la construction d'un portefeuille, et de la disponibilité de longues séries de données de qualité. Le choix d'une période appropriée pose des problèmes intéressants. Du côté positif, les horizons les plus longs fournissent une image plus précise des rendements au sein d'une classe d'actifs, et de ses relations avec les autres classes. Du côté négatif, des séries de longue durée incluent des résultats provenant de périodes aux caractéristiques structurelles fondamentalement différentes. Par exemple, dans son livre *Stocks for the Lon Run*, Jeremy Siegel commence son étude des rendements des marchés d'actions et d'obligations par des données datant du début du XIX^{e} siècle. Durant des périodes importantes couvertes par l'étude de Siegel, les États-Unis représentaient un marché émergent, le système de la Réserve Fédérale n'existait pas, ni non plus les obligations d'État à long terme. Quelle est la pertinence des rendements des actions et des obligations du XIX^{e} siècle lorsqu'il s'agit de prévoir leurs rendements actuels ?

Tout en reconnaissant le caractère arbitraire du choix d'un ensemble spécifique de données comme fondement d'une estimation des rendements futurs, un point de départ sensé est le point de repère représenté par l'étude d'Ibbotson-Sinquefield

1. Vijay Kumar Chopra and William T. Ziemba, "The Effect of Errors in Means, Variances, and Covariances on Optimal Portfolio Choice", *Journal of Portfolio Management* 19, no. 2 (1993): 6–11.

publiée pour la première fois en 1976[1]. Débutant à la fin de l'année 1925, la période contient un nombre suffisant d'observations pour pouvoir fournir un vaste ensemble de données, mais embrasse une période suffisamment réduite pour limiter l'impact de changements structurels significatifs sur les marchés.

En prenant pour fondement des données historiques telles que celles montrées dans le tableau 5.1, les investisseurs sérieux bâtissent à partir de là un ensemble cohérent d'hypothèses de marché, présentées dans le tableau 5.2. Comme on ne prélève sur les fonds de réserve prudemment gérés que les rendements supérieurs à l'inflation, toutes les hypothèses de marché reflètent une juste indexation sur l'inflation.

Les obligations domestiques

Le marché des obligations domestiques fournit une base pour bâtir une matrice des hypothèses concernant les marchés financiers. Sur de longues périodes, les investisseurs sur les produits obligataires ayant vu les rendements érodés par des hausses inattendues de l'inflation, les obligations ont fourni des rendements réels médiocres de 2,5 % par an avec un risque de 6,8 %. La décision de la Réserve Fédérale, en octobre 1979, visant à cibler les agrégats monétaires plutôt que les taux d'intérêt, a provoqué une plus grande volatilité des marchés obligataires. En surpondérant la période plus récente, on est conduit à espérer un rendement de 2 % avec un risque de 10 %.

Les actions cotées

La discussion sur la différence entre les rendements espérés des obligations et des actions, plus brièvement décrite comme étant la prime de risque, remplit de nombreuses pages des journaux financiers. Tout en reconnaissant la complexité entourant l'estimation de la prime de risque, les allocateurs d'actifs doivent trancher cette question, explicitement ou implicitement. La prime de risque historique de 8,1 % paraît excessive, résultant en grande partie de la performance extraordinaire des actions américaines durant les vingt-cinq dernières années. De plus, les données historiques concernant les rendements des actions et des obligations suggèrent que la prime de risque a décliné au fil du temps. En combinant la tendance d'une prime de risque élevée à revenir vers sa moyenne, avec l'observation selon laquelle elle

1. Roger G. Ibbotson and Rex A. Sinquefield, "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: Year-by-Year Historical Returns (1926–1974)", *Journal of Business* 49, no. 1, (1976): 11–47.

	Obligations américaines	Actions américaines	Actions des pays développés	Actions des pays émergents	Performance absolue	Participations privées	Actifs tangibles	Liquidités
Nombre d'observations	80	80	36	21	17	25	25	80
Rendement arithmétique	2,5 %	10,6 %	8,3 %	11,9 %	9,9 %	12,8 %	6,2 %	0,7 %
Déviation standard	6,8 %	22,4 %	22,1 %	30,0 %	8,2 %	23,1 %	6,8 %	40 %
Taux de croissance	2,3 %	8,2 %	6,1 %	8,1 %	9,6 %	10,9 %	6,0 %	0,6 %

Tableau 5.1 Les données historiques des marchés financiers fournissent une base à l'analyse quantitative. (*Les données historiques sont indexées sur l'inflation des prix dans l'éducation supérieure*)

	Obligations américaines	Actions américaines	Actions des pays développés	Actions des pays émergents	Performance absolue	Participations privées	Actifs tangibles	Liquidités
Rendement attendu	2,0	6,0	8,0	8,0	6,0	12,0	6,0	0,0
Déviation standard	10,0 %	20,0 %	20,0 %	25,0 %	10,0 %	30,0 %	15,0 %	5,0 %
Croissance attendue	1,5 %	4,1 %	4,1 %	5,1 %	5,5 %	8,1 %	4,9 %	–0,1 %

Source : Département des Investissements de l'Université de Yale.

Tableau 5.2 Les données entrantes du modèle quantitatif reposent sur des hypothèses de rendement et de risque modifiées. (*Les données historiques sont indexées sur l'inflation des prix dans l'éducation supérieure*)

semble décliner sur le long terme, on justifie une hypothèse d'un rendement réel des actions américaines de 6 % avec une déviation standard de 20 %.

Regrouper géographiquement différents marchés actions pose des questions analytiques intéressantes. Les approches vont du marché global aux marchés régionaux, et des marchés régionaux aux marchés nationaux. Une classe d'actifs globale ne parvient pas à reconnaître la contribution essentielle des fluctuations des devises à la performance de l'investissement, alors que les classes d'actifs nationales génèrent trop de variables pour une analyse pertinente. Le fait de séparer les actions domestiques des actions étrangères permet aux investisseurs de prendre en compte les caractéristiques essentielles de leur marché domestique, particulièrement en relation avec la devise. Une autre distinction entre les groupes de marchés développés et émergents établit une importante différenciation entre leurs caractéristiques de rendement et de risque.

Les économies développées ont tendance à partager des fondamentaux économiques et structurels similaires. Sur le long terme, les marchés actions d'Allemagne, du Japon et de Grande-Bretagne devraient générer des rendements semblables à ceux des États-Unis, tout en exposant les investisseurs à des niveaux de risque identiques. Des rendements attendus de 6 % sur les marchés actions étrangers, avec un risque de 20 %, correspondent aux attentes sur les actions américaines.

Par rapport à d'autres actions cotées, les actions des pays émergents exposent les investisseurs à des risques fondamentaux beaucoup plus élevés, ce qui fait que les investisseurs sensés s'attendent à des rendements et à une volatilité plus élevés. Des rendements attendus de 8 % récompensent les détenteurs d'actions des pays émergents pour leur acceptation de hauts niveaux de risque, représentés par une déviation standard de 25 %.

Les caractéristiques des actifs alternatifs

Les classes d'actifs non traditionnelles posent des problèmes intéressants aux concepteurs de modèles financiers. Contrairement aux titres traditionnels cotés, les actifs alternatifs se trouvent hors des marchés établis. Aucun benchmark ne peut guider les investisseurs cherchant à modéliser les caractéristiques de ces actifs. Les données passées, limitées dans leur étendue, décrivent en général les performances des gestionnaires actifs, avec des résultats parfois surestimés à cause du biais dû aux faillites. Sans informations historiques fiables sur lesquelles fonder leurs anticipations, les investisseurs doivent fournir des estimations de rendement et de risque en considérant les classes d'actifs alternatifs d'un point de vue fondamental.

La performance absolue

L'investissement dans la perspective d'une performance absolue, identifié pour la première fois comme une classe d'actifs par l'Université de Yale en 1990, repose principalement sur la gestion active. Consacrés à l'exploitation des inefficiences de cours des titres cotés, les gestionnaires à la recherche de performance absolue tentent de générer des rendements semblables à ceux des actions, décorrélés des titres cotés traditionnels, par des investissements dans des stratégies basées sur les événements économiques ou la valeur. Les stratégies basées sur les événements économiques, incluant l'arbitrage sur fusion-acquisition et l'investissement dans des titres dépréciés, dépendent de la réalisation d'une transaction financière telle qu'une fusion ou d'une restructuration d'entreprise. Les stratégies basées sur la valeur utilisent des positions acheteuses et vendeuses qui se neutralisent afin d'éliminer l'exposition au risque de marché, se reposant sur l'identification d'anomalies de cours pour générer des rendements. En général, les investisseurs en performance absolue prennent des positions à relativement court terme, allant de quelques mois à un an ou deux.

Au vu de la fin des années 80, des observateurs pourraient conclure que l'investissement en performance absolue génère des rendements de 20 % par an. Les hedge funds produisaient alors des résultats annuels impressionnants, affichant des rendements élevés assortis d'un risque faible, et peu corrélés aux titres traditionnels cotés. Pourtant, si les investisseurs ne prennent pas de risque, ils ne méritent que les taux du marché monétaire. Dans un environnement où l'inflation est de 4 %, des rendements de 20 % provenant d'un portefeuille « market neutral » signifient en fait 16 % ! Les rendements élevés observés viennent du biais dû aux faillites, la performance passée mettant en exergue les sociétés de gestion qui ont survécu et laissant dans l'ombre celles qui ont sombré. Les données altérées par le biais dû aux faillites sont de peu de secours pour la production d'anticipations de marché.

L'évaluation bottom-up des investissements en performance absolue basés sur la valeur conduit à une meilleure compréhension des performances futures. Dans les transactions basées sur la valeur, les gestionnaires ouvrent souvent des positions acheteuses et vendeuses sur des titres cotés, éliminant ainsi l'impact des mouvements de marché et créant deux opportunités de générer des rendements élevés. Supposons qu'un gestionnaire d'actions domestiques du premier quartile produise une performance de 2,6 points de pourcentage supérieure au marché[1]. Si ce gestionnaire

1. Le rendement supplémentaire, ou alpha, est le rendement ajusté au risque supplémentaire d'une stratégie active par rapport à son benchmark. Pour les dix ans se terminant le 31 décembre 2006, les gestionnaires actions du quartile supérieur battent la moyenne de 2,6 % par an selon les données de Frank Russell Company.

engrange ce rendement aussi bien sur les achats que sur les ventes, il obtient un rendement brut de 8,9 % résultant de l'addition des 3,7 % de rendement à court terme avec les 2,6 % d'alpha sur les positions acheteuses et les 2,6 % d'alpha sur les positions vendeuses. En se basant sur l'expérience passée, produire 2,6 points de pourcentage de plus que le marché représente une véritable réussite, ce qui suggère que cette analyse repose sur des hypothèses de gestion agressive.

Après déduction des frais de gestion et de la prime de performance, l'investisseur obtient environ 6,3 % nets. En se basant sur l'approche bottom-up, il est difficile d'atteindre des rendements de 20 %. En fait, le gestionnaire long/short doit produire des rendements de plus de 10 points de pourcentage supérieurs au marché sur ses achats comme sur ses ventes pour obtenir un rendement net de 20 % pour les investisseurs. Une telle performance sur le long terme propulserait un gestionnaire tout en haut des classements.

Durant les premières années de mise sur le marché d'une classe d'actifs, les données historiques pâtissent d'un biais dû aux faillites extrêmement élevé, ce qui fait que les hypothèses concernant l'avenir diffèrent spectaculairement des statistiques passées. En 1997, les données de Yale concernant la performance absolue, qui reflétaient une combinaison d'expérience réelle et de rendements de marché, affichaient une performance hallucinante de 17,6 % avec une volatilité très faible de 11,8 %. S'ils avaient été crédibles, ces chiffres de performance absolue auraient indiqué des rendements presque doubles de ceux des actions domestiques avec un niveau de risque inférieur de moitié. Yale a réagi en adoptant une approche conservatrice dans la détermination des caractéristiques de la classe d'actifs dite de performance absolue, supposant des rendements réels espérés de 7 % avec un risque de 15 %. Même après cet ajustement important, les chiffres suggéraient que les investissements en performance absolue généreraient des rendements supérieurs à ceux des actions domestiques, avec un risque inférieur.

À mesure que les classes d'actifs deviennent matures, le problème du biais dû aux faillites s'estompe. Les cabinets d'études collectent les performances d'une masse critique de participants, réduisant l'impact de quelques résultats spectaculaires. Avec une base plus large de gestionnaires, les performances passées « gonflées » des nouveaux entrants jouent un rôle moins important. Le résultat en est que les hypothèses de Yale concernant la performance absolue correspondent plus étroitement à l'expérience réelle, avec des rendements de 6 % semblables à ceux des actions, et un risque de 10 % inférieur à celui des actions.

Les participations privées

Les participations privées incluent le capital-risque et les LBO, qui sont des actifs réagissant à l'influence des marchés à la manière des titres cotés. En fait, ces deux classes ressemblent à des titres cotés hautement risqués, ce qui offre la possibilité de classer les actifs privés avec les titres cotés.

Les gestionnaires de participations privées qui poursuivent des stratégies purement financières ne prétendent d'ailleurs pas gérer une classe d'actifs à part. Dans le domaine des LBO, le seul fait d'ajouter un effet de levier aux comptes d'une entreprise ne fait pas une grande différence entre l'investissement privé et l'actionnariat public. Dans le cas du capital-risque, un détenteur d'actions proches de leur introduction en bourse détient des actifs presque identiques aux actions d'une petite capitalisation cotées sur un marché public. Comme les investissements privés créés grâce à l'ingénierie financière ressemblent fortement aux investissements cotés, l'argument qui consiste à vouloir les séparer des titres disponibles au public repose principalement sur des différences de liquidité.

Une justification plus sérieuse du traitement à part des participations privées vient de la gestion à valeur ajoutée des dirigeants qui décident des investissements. Dans la mesure où les acteurs du capital-risque contribuent au processus qui consiste à mener une entreprise d'une idée qui ne rapporte rien à une réalité rapportant des dizaines de millions de dollars, la création de valeur apparaît indépendamment de l'activité des marchés financiers. Un spécialiste du LBO qui apporte des améliorations opérationnelles significatives à l'entreprise génère des rendements également non corrélés aux marchés. Des opportunités de création de valeur exceptionnelles, combinées aux différences de liquidité et de structure, justifient le traitement des participations privées comme une classe d'actifs distincte.

Les données historiques sont ici de peu de secours pour l'élaboration d'anticipations de marché. L'absence de benchmark fait que les actifs privés semblent moins volatils qu'ils ne le sont en réalité. Les start-ups détenues dans un portefeuille de capital-risque ne sont l'objet que d'évaluations occasionnelles, ce qui conduit à des niveaux de risque observé relativement faibles. Mais à la suite de son introduction en bourse, lorsque débutent les transactions au quotidien, la volatilité mesurée augmente spectaculairement. De toute évidence, le risque réel a tendance à décroître à mesure que l'entreprise devient mature, suggérant que le faible niveau de volatilité observé sous-estime le risque encouru sur les participations privées. Les données historiques concernant les rendements des LBO souffrent du même problème de niveaux de risque observé bizarrement faibles. La combinaison de rapports financiers espacés dans le temps et de règles de valorisation insensibles aux marchés conduit à masquer les véritables niveaux de risque.

Une aide pour la spécification des caractéristiques de rendement et de risque des participations privées nous vient de leur relation probable avec les investissements en titres cotés. L'illiquidité et le risque plus élevé des participations privées exigent une prime de risque substantiellement plus conséquente que celle des actions domestiques au rendement de 6 % par an avec un risque de 20 %. Le fait de supposer que les participations privées génèrent des rendements de 12 % par an avec un niveau de risque de 30 % représente une modification conservatrice et correcte des données historiques qui tablent sur 12,8 % avec un niveau de risque de 23,1 %.

Les actifs tangibles

La classe des actifs tangibles inclut l'immobilier, le pétrole et le gaz naturel, ainsi que l'exploitation forestière, qui possèdent des caractéristiques communes de sensibilité aux pressions inflationnistes, une liquidité élevée et transparente, et l'opportunité d'exploiter les inefficiences. Les biens immobiliers fournissent des rendements espérés attractifs, apportent au portefeuille une excellente diversification, et constituent une protection contre le risque d'une inflation inattendue.

En dépit de similitudes importantes, les trois sous-classes diffèrent l'une de l'autre car l'offre et la demande pour chacune d'elles dépendent de facteurs fondamentalement différents. Par exemple, l'histoire récente montre que les investissements sur le pétrole et le gaz naturel présentent une corrélation négative par rapport à l'immobilier et aux forêts. Une telle diversification au sein des actifs tangibles aide à générer des rendements stables à travers toute une variété d'environnements économiques.

L'immobilier constitue le cœur du portefeuille d'actifs tangibles de Yale, avec une pondération de 50 %. Le marché immobilier fournit des rendements hautement cycliques. À la fin des années 80, les investisseurs se sont rués sur l'immobilier, attirés par des rendements qui dépassaient ceux des actions et des obligations traditionnelles. Quelques années plus tard, après l'effondrement du marché, ces mêmes investisseurs ne voyaient plus que des perspectives sombres pour l'immobilier. Des rendements médiocres ont presque éliminé tout intérêt des institutionnels pour l'immobilier. La réalité se trouve entre les deux extrêmes que sont un enthousiasme débordant et un désespoir sans fond.

L'immobilier contient à la fois les caractéristiques des produits de taux et des actions. Le paiement des loyers et la responsabilité contractuelle des acteurs ressemblent aux produits obligataires à rendement fixe, alors que la valeur des biens immobiliers a des caractéristiques semblables à celles des actions. Dans les cas extrêmes, les investissements dans l'immobilier deviennent presque identiques au

marché obligataire. Par exemple, les biens immobiliers accompagnés de baux à long terme fournissent des liquidités régulières à la manière des coupons obligataires. À l'inverse, certaines transactions immobilières ne reposent que sur la valeur du bien. Par exemple les hôtels, en procurant des rendements quotidiens variables, possèdent des caractéristiques ressemblant à celles des actions. Mais la majeure partie du marché immobilier se tient entre ces deux extrêmes, contenant à la fois des éléments des produits de taux et des caractéristiques des actions.

Les investissements dans le pétrole et le gaz naturel vont des achats relativement conservateurs de réserves pétrolifères aux paris plus risqués sur la prospection de nouveaux sites de forage. Cette classe d'actifs tangibles est focalisée sur les acquisitions de sites de production, car les rendements qui s'ensuivent garantissent une sensibilité à l'inflation. Les activités d'exploration, plus risquées, appartiennent au domaine des participations privées, au moins jusqu'à ce que des champs pétroliers soient (ou non) découverts.

Les réserves pétrolifères ou gazières génèrent des rendements extraordinaires car la production vide les réserves, ce qui fait que les investisseurs bénéficient à la fois de rendements sur le capital et de plus-values. Les rendements des champs pétrolifères montrent une très forte corrélation avec le prix de l'énergie, bien que des différences d'origine et de qualité produisent des variations.

Les investissements forestiers complètent le trio des actifs tangibles. Bien que l'exploitation forestière partage avec l'immobilier et l'énergie des caractéristiques de sensibilité à l'inflation, comme le bois joue un rôle moins important dans l'économie, son prix démontre une corrélation moins forte avec ceux des autres denrées. Les propriétaires de forêts avisés gèrent leurs exploitations en visant le long terme, n'effectuant des coupes que selon la proportion de bois produite chaque année par la croissance biologique. Gérée ainsi, la capacité de production de la forêt demeure intacte, préservant sa valeur pour les générations futures.

La gestion forestière durable exige de ne pas abattre sans réfléchir la production de bois d'une année. Si le prix du bois s'avère être relativement bas, le programme de coupe peut être réduit, et l'on peut reporter l'abattage aux années suivantes. En fait, le propriétaire de forêts reçoit un bonus sous la forme d'une année supplémentaire de croissance biologique en récompense de sa patience. La patience récompensée dans le domaine de l'exploitation forestière contraste avec la caractéristique de raréfaction des investissements dans le pétrole et le gaz naturel.

On peut s'attendre à ce que les rendements des actifs tangibles se situent entre ceux des rendements espérés des actions et ceux des obligations, ce qui correspond à un niveau de risque également intermédiaire entre celui des actions et celui des obligations. En fait, les inefficiences dans les cours des actifs tangibles plaident en

faveur de rendements supérieurs, suggérant la parité entre leurs rendements espérés et ceux des actions, ce qui conduit à l'hypothèse d'un rendement réel de 6 % par an.

Comme pour les données historiques concernant la performance absolue, les chiffres portant sur la volatilité des actifs tangibles exigent d'être modifiés. Avec un risque de 20 % sur les actions cotées et un risque de 10 % pour les obligations, un risque observé de 6,8 % pour les actifs tangibles semble incompatible avec les caractéristiques fondamentales de cette classe d'actifs. Comme les données concernant les actifs tangibles proviennent principalement d'estimations effectuées peu fréquemment, les rendements rapportés ne rendent pas compte de la véritable volatilité. Non seulement les estimations peu fréquentes réduisent les occasions d'observer les fluctuations de prix, mais le processus d'évaluation a tendance à reproduire les déformations ayant influencé les évaluations passées. Un risque attendu de 15 % pour les actifs tangibles se situe entre le risque obligataire de 10 % et le risque actions de 20 %. En développant des hypothèses sur les marchés financiers par l'évaluation des caractéristiques fondamentales des classes d'actifs, les investisseurs peuvent créer un cadre acceptable d'anticipation des rendements du portefeuille, indépendant des conditions cycliques des marchés.

Les hypothèses de la matrice de corrélation

La matrice de corrélation est l'ensemble de variables d'optimisation à moindre variance le plus difficile à cerner. Moins intuitives que les autres variances, les corrélations indiquent le degré auquel les rendements des classes d'actifs évoluent les uns par rapport aux autres.

L'observation de la relation entre les rendements des obligations et ceux des actions dans différents scénarii économiques souligne les difficultés que l'on rencontre lorsque l'on cherche à préciser les corrélations. Dans des circonstances normales, les rendements obligataires affichent une corrélation positive très élevée avec ceux des actions. Lorsque les taux d'intérêt chutent, les prix des obligations augmentent en raison de la relation inverse entre leurs prix et leurs rendements. Et lorsque les taux d'intérêt déclinent, les prix des actions ont tendance à augmenter car les investisseurs comparent les bénéfices futurs attendus avec les rendements obligataires. La forte corrélation positive entre les actions et les obligations, dans un environnement économique normal, offre peu de possibilités de diversification.

Dans le cas d'une inflation inattendue, les obligations souffrent. L'augmentation des prix érode le pouvoir d'achat des coupons fixes, conduisant les investisseurs à délaisser les obligations, ce qui entraîne une baisse de leurs prix. Bien que l'inflation

puisse avoir des conséquences négatives à court terme pour les actions, celles-ci réagissent positivement à l'inflation sur le long terme[1]. En cas d'inflation inattendue, la corrélation observée sur le long terme entre les actions et les obligations s'avère faible, fournissant une opportunité importante de diversification du portefeuille.

Dans un environnement déflationniste, les actions sous-performent car leurs bénéfices subissent les difficultés économiques. À l'inverse, les obligations génèrent des rendements appréciés car les coupons fixes paraissent de plus en plus attractifs à mesure que les prix déclinent. Pendant les périodes de déflation, une corrélation faible ou négative entre les actions et les obligations rend possible une solide diversification.

Le comportement fondamentalement différent des rendements des actions et des obligations dans des environnements qui répondent ou non aux attentes concernant l'inflation, est un véritable casse-tête pour le concepteur de modèle financier. Doit-il appliquer la corrélation de non diversification attendue, ou doit-il appliquer la corrélation de diversification inattendue ? Le fait que les investisseurs soient plus attentifs au rôle de diversification des obligations dans des circonstances inattendues (particulièrement en cas de déflation) aggrave le dilemme.

Les techniques de spécification pour les modèles quantitatifs évoluent avec le temps. Quand Yale a commencé à utiliser l'optimisation à moindre variance en 1986, l'Université employait des données historiques non ajustées pour les hypothèses de rendement, de risque et de corrélation. Les rendements de l'année calendaire 1986 ont sonné l'heure du réveil. Lorsque les données historiques incorporèrent un rendement de 18,5 % pour le S&P 500 et un rendement de 69,9 % pour les actions étrangères et des pays émergents, les rendements historiques relatifs évoluèrent en faveur des actions étrangères. Reconnaissant la perversité consistant à supposer que ce qui avait brillé continuerait de le faire, le Département des Investissements modifia en 1987 les données des rendements espérés pour créer un ensemble cohérent d'hypothèses sur les rendements. En 1988, les niveaux de risque ont subi le même type de nettoyage qui avait été appliqué l'année précédente aux données sur les rendements. Enfin, en 1994, le Département des Investissements a ajusté la matrice de corrélation afin de refléter les jugements avisés de nos professionnels concernant les corrélations attendues. Le tableau 5.3 montre un ensemble de données historiques non ajustées, et le tableau 5.4 décrit l'ensemble d'hypothèses de corrélation modifiées par Yale. À mesure que les investisseurs accumulent de l'expérience dans la mise en œuvre de modèles quantitatifs, le processus devient plus intuitif, accroissant la richesse de l'analyse et de ses conclusions.

---

1. Voir le chapitre 10 pour une étude plus complète des relations entre le rendement des actions et l'inflation.

	Obligations américaines	Actions américaines	Actions des pays développés	Actions des pays émergents	Performance absolue	Participations privées	Actifs tangibles	Liquidités
Obligations américaines	1,00							
Actions américaines	0,01	1,00						
Actions des pays développés	0,58	–0,04	1,00					
Actions des pays émergents	0,40	–0,22	0,57	1,00				
Performance absolue	0,69	0,11	0,49	0,53	1,00			
Participations privées	0,41	–0,38	0,27	0,32	0,61	1,00		
Actifs tangibles	0,01	–0,10	0,17	0,07	–0,22	0,13	1,00	
Liquidités	–0,06	0,50	–0,12	–0,15	0,09	–0,18	0,06	1,00

Tableau 5.3 La matrice de corrélation historique offre un point de départ à la définition de la relation entre classes d'actifs. (*Matrice de corrélation historique*)

	Obligations américaines	Actions américaines	Actions des pays développés	Actions des pays émergents	Performance absolue	Participations privées	Actifs tangibles	Liquidités
Obligations américaines	1,00							
Actions américaines	0,40	1,00						
Actions des pays développés	0,70	0,25	1,00					
Actions des pays émergents	0,60	0,20	075	1,00				
Performance absolue	0,30	0,15	0,25	0,20	1,00			
Participations privées	0,70	0,15	0,60	0,25	0,20	1,00		
Actifs tangibles	0,20	0,20	0,10	0,15	0,15	0,30	1,00	
Liquidités	0,10	0,50	0,00	0,00	0,35	0,00	0,30	1,00

Source : Département des Investissements de l'Université de Yale]

Tableau 5.4 La matrice de corrélation reflète les hypothèses concernant les interrelations futures. (*Matrice de corrélation modifiée*)

Un ensemble raisonnable d'hypothèses concernant les marchés financiers sert de base à l'analyse quantitative sérieuse d'un portefeuille. Le développement d'interrelations sensées produit un groupe de portefeuilles efficients, aidant ainsi les investisseurs à sélectionner les meilleures stratégies d'allocation d'actifs. Les niveaux spécifiques de rendements futurs, plus difficiles à évaluer, fournissent l'information nécessaire à l'estimation de la capacité des portefeuilles à assumer des taux de prélèvement précis. Un ensemble bien réfléchi d'hypothèses concernant les marchés financiers contribue à l'élaboration d'un cadre discipliné et rigoureux pour l'analyse des problèmes fondamentaux d'investissement.

La mauvaise utilisation de l'optimisation à moindre variance

Malgré le potentiel de contribution positive de l'optimisation à moindre variance à la structuration d'un portefeuille, des conclusions dangereuses résultent d'anticipations mal réfléchies. Certaines des erreurs les plus monumentales effectuées à cause de l'optimisation à moindre variance sont dues à une utilisation inappropriée des données historiques. Considérez les allocations sur l'immobilier à la fin des années 80. L'immobilier a procuré des rendements très élevés dans les années 80, avec une volatilité relativement faible et une corrélation minime avec les titres cotés traditionnels. Sans surprise, l'application naïve de l'analyse à moindre variance conduisait à des recommandations d'allocations extraordinaires vers l'immobilier.

L'étude de Paul Firstenberg, Stephen Ross et Randall Zisler intitulée « Real Estate : The Whole Story » parue au printemps 1988 dans le *Journal of Portfolio Management*, concluait que les allocations des institutionnels vers l'immobilier auraient dû être considérablement plus élevées que la moyenne de 4 % du portefeuille observée à l'époque. Les auteurs basaient cette conclusion sur des données montrant les obligations d'État avec des rendements de 7,9 % et un risque (en termes de déviation standard) de 11,5 %, les actions ordinaires avec des rendements de 9,7 % et un risque de 15,4 %, et l'immobilier avec des rendements de 13,9 % et un risque de 2,6 %. Bien que, pour les besoins de leur étude, les auteurs aient augmenté les niveaux de risque historiques de l'immobilier jusqu'à des chiffres plus raisonnables, les résultats de leur analyse à moindre variance n'avaient rien de sensé. Les proportions des portefeuilles efficients allaient de 0 à 40 % d'obligations d'État, de 0 à 20 % d'actions et de 49 à 100 % d'immobilier. Heureusement, les auteurs ont tempéré leur enthousiasme en adoptant « le point de vue pragmatique…

selon lequel les fonds de pension devraient atteindre des allocations vers l'immobilier se situant entre 15 et 20 % »[1].

L'optimiseur à moindre variance favorisait l'immobilier à cause de ses rendements passés élevés, de son niveau de risque historiquement faible et de sa corrélation traditionnelle minime avec les autres classes d'actifs. Le rendement espéré de l'immobilier dépassait celui des actions de 4,2 points de pourcentage. Bien que les niveaux de risque historiques de l'immobilier ne s'élevaient qu'à une déviation standard de 2,6 % par rapport aux rendements, Firstenberg utilisa un modèle de valorisation pour justifier une augmentation des niveaux de risque jusqu'à 11,3 %, soit légèrement moins que la volatilité supposée des obligations d'État. Les données immobilières historiques retenues par l'auteur montraient une corrélation négative à la fois avec les actions domestiques (–0,26 %) et les obligations d'État (–0,38 %). Lorsque la classe d'actifs aux rendements les plus élevés démontre le risque le plus faible et une corrélation négative avec les autres classes d'actifs, les optimiseurs à moindre variance tirent des conclusions évidentes.

La principale faille de l'étude de Firstenberg vient d'un manque d'examen critique des hypothèses concernant le marché de l'immobilier. Pourquoi l'immobilier devrait-il laisser espérer des rendements supérieurs à ceux des actions et des obligations ? Pourquoi devrait-il offrir un risque moins élevé que les actions et les obligations ? Et pourquoi l'immobilier devrait-il afficher une corrélation négative avec les actions et les obligations ? L'immobilier partage des caractéristiques aussi bien avec les actions qu'avec les produits de taux. Le flux des loyers contractuels ressemble à du rendement fixe, et la valeur des biens eux-mêmes démontre des particularités semblables à celles des actions. Donc les attentes en termes de rendement et de risque découlent de celles des actions et des obligations, et se situent à mi-chemin entre elles.

Comme des facteurs similaires entraînent la valorisation de l'immobilier et celle des titres cotés traditionnels, on peut conclure qu'il faut s'attendre à des corrélations positives, même si elles restent inférieures à 1. Plutôt que se concentrer uniquement sur l'ajustement des niveaux de risque de l'immobilier, Firstenberg et ses collègues auraient dû également ajuster les rendements et les corrélations.

Si un investisseur avait écouté le conseil de Firstenberg et surpondéré l'immobilier en 1988, les résultats de son portefeuille auraient été décevants car les actions

---

1. Paul M. Firstenberg, Stephen A. Ross, and Randall C. Zisler. "Real Estate: The Whole Story," *Journal of Portfolio Management* 24, no. 3 (1988): 31. Apparemment, cet article continue d'être très apprécié car il figure dans l'édition datée de 1997 de *Streetwise. The Best of the Journal of Portfolio Management*, Peter L. Bernstein & Frank J. Fabozzi, editors, Princeton University Press.

et les obligations ont considérablement surperformé l'immobilier dans les années qui ont suivi. De 1988 à 1997, l'immobilier a produit un rendement annualisé de 4,4 %, les actions et les obligations générant une performance annuelle de respectivement 18 et 8,3 %. Lorsque l'on se repose sur les données historiques, après une hausse spectaculaire du marché, certaines classes d'actifs semblent les plus attractives alors même que leurs perspectives futures sont les plus sombres.

Les investisseurs qui se fondent sur les données historiques des marchés cycliques s'exposent à des contrariétés systématiques. Au début des années 90, après une période de performance désastreuse pour l'immobilier, ces actifs paraissaient moins intéressants car les performances médiocres avaient été incorporées dans les données historiques. Les investisseurs utilisant l'approche de Firstenberg auraient augmenté leur portefeuille immobilier à la fin des années 80 et auraient évité ce secteur au début des années 90, ce qui serait revenu à acheter au plus haut et vendre au plus bas. Sur le marché profondément cyclique de l'immobilier, les données historiques suggèrent des allocations élevées lors des sommets de marché (lorsque les rendements ont été solides et le risque faible) et des allocations réduites dans les creux (lorsque les rendements ont été faibles et le risque élevé). Les rendements passés procurent des signaux pervers aux investisseurs qui regardent en arrière.

TESTER LES ALLOCATIONS D'ACTIFS

Pour de nombreux investisseurs, la définition de la frontière efficiente représente le but ultime de l'analyse quantitative du portefeuille. Choisir parmi le groupe de portefeuilles se tenant sur la frontière assure, pour un ensemble d'hypothèses donné, qu'il n'existe pas de meilleur portefeuille. Malheureusement, l'optimisation à moindre variance apporte peu d'aide dans le choix d'un point particulier de la frontière efficiente. Les théoriciens suggèrent de spécifier une fonction d'utilité et de choisir le portefeuille qui se trouve au point de tangence entre cette fonction et la frontière efficiente. Ce conseil ne s'avère utile que dans le cas peu probable où les investisseurs peuvent formuler une fonction d'utilité dans laquelle cette utilité n'a trait qu'à la moindre variance des rendements espérés.

L'identification d'un ensemble de portefeuilles efficients en termes de moindre variance ne constitue pas une fin en soi. Après avoir défini la frontière efficiente, les investisseurs doivent déterminer la combinaison d'actifs qui répond le mieux aux objectifs formulés au service du fonds de réserve. Les bons portefeuilles doivent satisfaire les deux objectifs essentiels de la gestion du fonds de réserve : la préser-

vation du pouvoir d'achat et l'apport d'un soutien conséquent et régulier aux dépenses opérationnelles. Pour évaluer la capacité d'un portefeuille à atteindre ces objectifs, les modéliseurs créatifs procèdent à des tests de mesures.

La préservation du pouvoir d'achat est un objectif à long terme. Les institutions dotées d'un fonds de réserve promettent aux donateurs que leurs dons à ce fonds vont éternellement servir à des fins précises. L'évaluation du succès ou de l'échec à atteindre l'objectif de préservation du fonds de réserve exige des mesures de long terme s'étendant sur plusieurs générations. Par exemple, Yale mesure l'échec à maintenir la valeur du fonds de réserve par une perte de la moitié du pouvoir d'achat sur cinquante ans.

L'apport d'un soutien stable au budget opérationnel est quant à lui un objectif à moyen terme. Comme les activités de l'Université exigent des sources de revenus stables, il est difficile de faire face à des chutes spectaculaires des rendements du fonds à court terme. Yale définit le niveau de « traumatisme » maximum des prélèvements à 10 % de réduction sur cinq ans.

Les descriptions quantitatives de l'échec à maintenir le pouvoir d'achat et de l'échec à fournir la stabilité du soutien financier varient forcément d'une institution à l'autre. Elles peuvent même changer au fil du temps. À la fin des années 80, lorsque Yale a commencé à utiliser des outils quantitatifs pour évaluer l'efficience des portefeuilles, le fonds de réserve fournissait environ 10 % des revenus. À cette époque, Yale définissait le « traumatisme » maximum des prélèvements à 25 % de baisse sur cinq ans. À mesure qu'augmentait l'importance de la contribution du fonds de réserve dans le budget, les conséquences d'un déclin des prélèvements sur le fonds s'aggravaient proportionnellement. En 2001, alors que le fonds de réserve fournissait environ le tiers des revenus, l'Université a redéfini le « traumatisme » maximal des prélèvements à une baisse de 10 % des revenus sur cinq ans.

Malheureusement, il existe un conflit clair et direct entre la préservation du pouvoir d'achat et l'apport d'un soutien financier stable au budget opérationnel. Bien que des difficultés évidentes excluent de trouver des mesures précises identiques à l'échec dans la préservation des capitaux du fonds de réserve et à l'échec dans l'apport d'un soutien financier stable au budget opérationnel, obtenir une équivalence approximative entre les deux mesures s'avère utile à l'évaluation des compromis à effectuer pour atteindre ces deux objectifs. La difficulté, pour les administrateurs, réside dans la sélection du portefeuille le mieux adapté pour satisfaire, autant que faire se peut, les deux exigences. Des tests quantitatifs de performance facilitent le choix de ce portefeuille.

La simulation de l'avenir

Une fois que les objectifs ont été formulés et quantifiés, les simulations statistiques fournissent un mécanisme d'évaluation des politiques d'investissement et de prélèvement. Les investisseurs commencent par une politique de prélèvement, en spécifiant un taux ciblé et un processus de lissage. Cette politique de prélèvement demeure constante à mesure que différents portefeuilles d'investissement subissent le processus de simulation[1].

Les simulations utilisent les hypothèses concernant les marchés financiers développées à partir de l'optimisation à moindre variance. Les rendements pour chaque classe d'actifs, basés sur des performances, des risques et des corrélations supposés, ainsi que sur les niveaux de prélèvement spécifiés, déterminent la performance du portefeuille sur la période initiale.

La politique de prélèvement fixe le montant prélevé sur le fonds de réserve, le reste des ressources étant à investir au cours de la période suivante. Après avoir rééquilibré le portefeuille pour l'ajuster aux pondérations indiquées dans la politique à long terme, on répète le processus de génération de rendements et on obtient des données sur la valeur du fonds de réserve pour l'année suivante. Le processus continue, créant une série de valeurs pour le fonds de réserve et les prélèvements.

Le processus de simulation décrit ci-dessus permet une première évaluation, un test encore incomplet des caractéristiques du portefeuille. Pour accroître le contenu informatif du test, les analystes mènent littéralement des milliers de simulations, qui fournissent un déluge de données sur les niveaux futurs du fonds de réserve et des prélèvements. L'ensemble des résultats donne une image vivante de l'avenir, permettant le calcul de probabilités d'échec dans la préservation des capitaux et dans l'apport d'un soutien stable au budget.

L'interprétation des résultats de la simulation exige une combinaison de discernement quantitatif et qualitatif. Certains portefeuilles sont écartés au profit de ceux qui affichent des probabilités plus faibles d'échec dans l'atteinte de chacun des objectifs. D'autres portefeuilles échouent car ils penchent trop vers la satisfaction d'un des deux objectifs au détriment de l'autre. Une fois que les investisseurs ont éliminé les portefeuilles les moins intéressants, les décideurs évaluent les compromis qualitatifs entre la réduction du risque sur une des mesures et son augmentation sur une autre.

---

1. Ce processus de simulation s'avère également utile pour l'évaluation des politiques de prélèvement. En maintenant constant le portefeuille d'investissement, différents taux de prélèvement et différents paramètres de lissage pourraient être testés

Durant l'analyse finale, la sélection d'un portefeuille implique une évaluation subjective attentive des compromis entre objectifs contradictoires.

Un bénéfice important à tirer des simulations réside dans le lien direct entre l'analyse quantitative et les objectifs formulés pour la gestion du fonds de réserve. L'optimisation à moindre variance, conduite isolément, fournit un ensemble de portefeuilles efficients. Le gestionnaire de fonds, confronté à une série de combinaisons efficientes d'actifs, choisit parmi elles sans avoir une idée trop précise du portefeuille qui peut le mieux correspondre aux besoins du fonds de réserve. Dans le schéma 5.1, comment les investisseurs pourraient-ils choisir entre le portefeuille A au rendement espéré de 5,75 % avec une déviation standard de 10 % et le portefeuille B au rendement espéré de 7,1 % avec une déviation standard de 14,5 % ? Les économistes pourraient suggérer qu'une fonction d'utilité soit employée pour identifier l'allocation d'actifs appropriée. Mais comme très peu d'intervenants sur les marchés ont une quelconque idée de la manière dont ils pourraient formuler une telle fonction, cette technique s'avère particulièrement inadaptée.

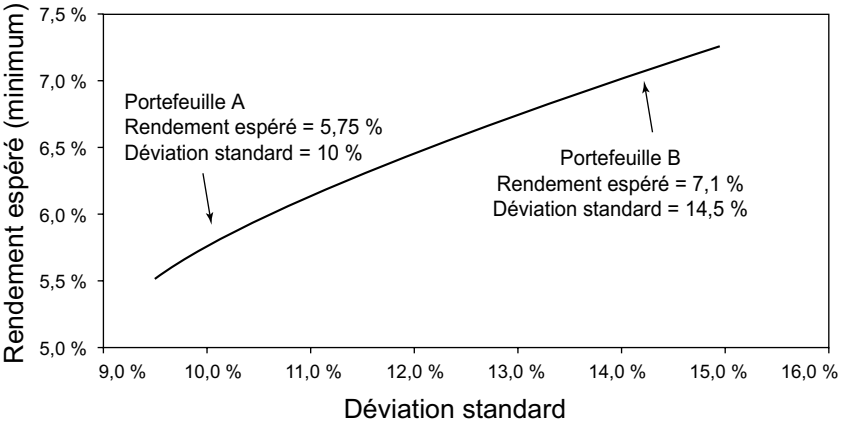


Schéma 5.1 L'optimisation à moindre variance ne parvient pas à fournir un conseil clair aux décideurs.

Source : Département des Investissements de Yale.

À l'inverse, les données issues de la simulation résolvent directement le problème posé aux administrateurs en décrivant la relation entre les deux objectifs contradictoires de la gestion du fonds de réserve. Le schéma 5.2 montre l'ensemble des choix identifiés lors d'un programme de simulations. En sélectionnant soit le portefeuille A avec 28,4 % de probabilité de baisse perturbatrice des prélèvements et 29,6 % de probabilité d'une altération du pouvoir d'achat à long terme, soit le portefeuille B

avec 24,9 % de probabilité de baisse perturbatrice des prélèvements et 27,0 % de probabilité d'une altération du pouvoir d'achat, les investisseurs expriment des préférences quant au compromis entre les deux objectifs centraux de la mission d'un fonds de réserve. Au lieu de s'interroger au sujet de l'impact sur l'institution d'un portefeuille efficient comportant certaines caractéristiques de rendement et de risque, les simulations permettent aux investisseurs d'observer le niveau auquel les politiques d'investissement et de prélèvement servent les objectifs formulés. Les simulations s'appuient sur les fondations apportées par l'optimisation à moindre variance, permettant une évaluation directe des objectifs identifiés par les administrateurs.

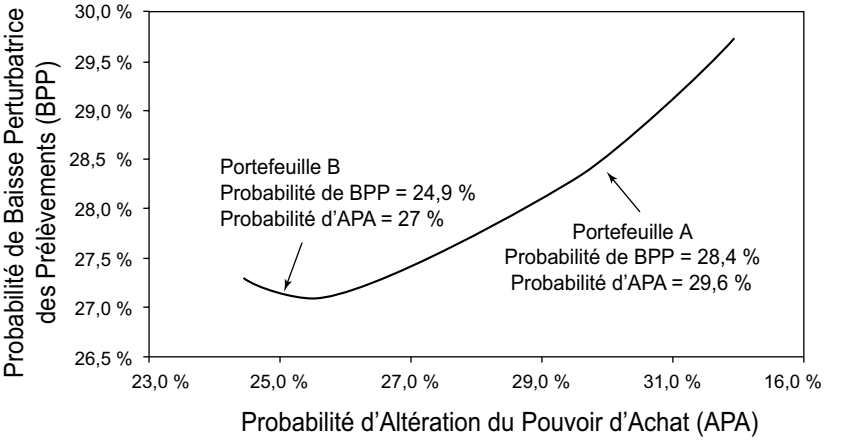


Schéma 5.2 Les simulations permettent aux décideurs de comprendre les compromis à effectuer entre les objectifs essentiels.

Source : Département des Investissements de Yale.

Les simulations affranchissent l'analyse de moindre variance d'une autre de ses limites pratiques : l'utilisation d'une seule et unique période d'investissement, en général une année. Les simulations d'avenir résolvent le problème en permettant l'utilisation de n'importe quel horizon de temps. Le problème à moyen terme de l'apport d'un soutien stable au budget opérationnel peut être analysé dans un contexte de moyen terme. Le problème à long terme de la préservation du pouvoir d'achat peut l'être dans un contexte à long terme. En utilisant des simulations, le côté abstrait de la moindre variance d'un ensemble de portefeuilles qui fournissent le rendement espéré le plus élevé pour un niveau de risque donné, fait place à des mesures concrètes du niveau d'adéquation de ces portefeuilles aux objectifs de l'investisseur.

Les résultats d'une gestion de portefeuille rigoureuse

L'utilisation d'outils quantitatifs fait la différence. Par exemple, le schéma 5.3 montre l'amélioration du portefeuille de Yale de 1985 à 2005, alors que l'Université a appliqué des techniques d'allocation d'actifs à la gestion du fonds de réserve. Les améliorations de la stabilité des prélèvements et de la préservation du pouvoir d'achat espérées sont intervenues malgré trois augmentations du taux de prélèvement.

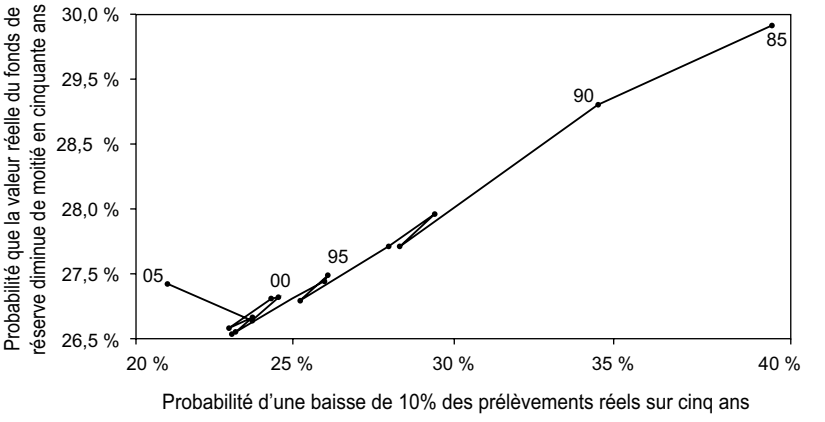


Schéma 5.3 Yale réduit la volatilité des prélèvements et le risque sur le pouvoir d'achat.

Source : Département des Investissements de Yale.

Certains observateurs remettent en question la solidité des conclusions basées sur un ensemble d'hypothèses de marché spécifiques aux institutions. Bien que n'étant pas parole d'évangile, l'examen des résultats de portefeuilles gérés en utilisant l'optimisation à moindre variance donne quelques éléments de réponse.

Parmi les fonds de réserve des *colleges* et des universités, Yale, Harvard, Princeton et Stanford possèdent un historique particulièrement étendu d'utilisation des outils quantitatifs de gestion de portefeuille. Bien que des différences mineures dans leurs conclusions résultent de variations dans les données utilisées et dans les préférences d'investissement des quatre institutions, des recommandations d'allocations spécifiques ont tendance à être défendues par l'ensemble de leurs hypothèses. Comme le montre le tableau 5.5, les différentes hypothèses indépendamment bâties concernant les marchés financiers produisent des résultats à peu près similaires.

	Yale	Harvard	Princeton	Stanford	Moyenne des quatre	Moyenne des universités
Actions américaines	12 %	15 %	12 %	20 %	15 %	42 %
Obligations américaines	4	21	7	12	11	20
Actions étrangères	15	15	17	15	16	15
Performance absolue	25	12	25	20	21	11
Participations privées	17	13	19	10	15	4
Actifs tangibles	27	29	20	23	25	5
Liquidités	0	–5	0	0	–1	2
Rendement espéré	6,9	6,3	6,9	6,2	6,6	5,5
Déviation standard	11,8	11,7	12,1	11,3	11,4	13,2

Source : Département des Investissements de l'Université de Yale.

Tableau 5.5 Les fonds de réserve des grandes universités suivent des approches d'investissement plus diversifiées.
(*L'allocation d'actifs ciblée, les rendements espérés et la déviation standard des universités de Yale, Harvard, Princeton et Stanford, comparés à la moyenne des universités, au 30 juin 2006*)

Les fonds de réserve des plus grandes universités suivent des stratégies d'allocation d'actifs extrêmement différentes de celles des autres institutions d'enseignement. Yale, Harvard, Princeton et Stanford affichent une diversification beaucoup plus large que celle du fonds de réserve moyen. Les actions domestiques dominent la plupart des portefeuilles de fonds de réserve, s'élevant en moyenne à 42 % des capitaux, alors que les portefeuilles mieux diversifiés des grandes institutions n'engagent que 15 % de leurs avoirs sur les actions domestiques. Celles-ci comptent pour 20 % du portefeuille du fonds de réserve moyen au lieu d'une allocation de 11 % pour Yale, Harvard, Princeton et Stanford. Les participations privées, incluant le capital-risque, les LBO, l'immobilier, l'exploitation forestière, le pétrole et le gaz naturel, qui sont à peine représentées dans le vaste groupe des institutions d'enseignement et ne comptent que pour moins de 10 % des capitaux, jouent un rôle important dans les fonds de réserve de premier plan avec une allocation de 40 %. Les techniques de modélisation quantitative appliquées avec discipline encouragent les investisseurs à créer des portefeuilles diversifiés.

Les fonds de réserve des plus grandes universités poursuivent des stratégies de rendements plus élevés, ce qui fait que les rendements espérés des fonds dépassent de 1,1 % la moyenne, une différence importante par rapport aux rendements espérés du groupe plus étendu. Bien qu'elles produisent des rendements espérés plus élevés, les niveaux de risque des portefeuilles des grandes universités sont inférieurs à ceux des fonds de réserve moins diversifiés. L'utilisation d'une analyse quantitative rigoureuse du portefeuille contribue à la construction de portefeuilles à rendement élevé diversifiés.

CONCLUSION

Basées sur les principes philosophiques de l'orientation vers les actions et de la diversification, les décisions d'allocation d'actifs fournissent le cadre dans lequel sont créés des portefeuilles d'investissement efficients. Dans un monde plein d'incertitudes, placer les objectifs de la politique d'allocation au centre du processus d'investissement apporte une bonne dose de stabilité aux fonds investis.

Les descriptions purement statistiques de différentes alternatives d'allocation d'actifs n'apportent pas grande aide aux décideurs. Le processus d'optimisation à moindre variance de Markowitz, largement utilisé, fournit un ensemble de portefeuilles efficients, entièrement fondés sur deux paramètres : le rendement espéré moyen et le risque attendu (sous forme de déviation standard). Les théoriciens

identifient des portefeuilles optimums en spécifiant une fonction d'utilité à l'institution qui produit un point de tangence avec la frontière d'efficience. Même dans le cas improbable où l'approche théorique s'avérerait utile, les décideurs se demanderaient comment le portefeuille choisi interagirait avec la politique de prélèvement de l'institution.

Un bon nombre de problèmes inhérents à la plupart des applications de l'analyse de moindre variance limitent sa capacité à évaluer les portefeuilles. L'incorporation de considérations qualitatives sensées dans le processus d'allocation d'actifs représente un facteur essentiel à la formulation de conclusions pertinentes. Le jugement avisé joue un rôle important dans la sélection et la définition des classes d'actifs, aussi bien que dans la construction d'un ensemble d'hypothèses concernant les marchés financiers. La combinaison d'outils quantitatifs efficaces et de décisions qualitatives sensées fournit un point de départ pour les décisions d'allocation d'actifs.

L'utilisation de simulations pour tester les portefeuilles créés par l'optimisation à moindre variance permet une évaluation de l'efficience des politiques d'investissement et de prélèvement sur des horizons de temps appropriés. En employant les mêmes hypothèses concernant les marchés financiers utilisées dans l'analyse de moindre variance, les simulations permettent l'observation de périodes plus étendues et celle de l'interaction entre les politiques d'investissement et de prélèvement, ainsi que la traduction des caractéristiques des marchés et du portefeuille en critères quantitatifs pertinents pour les décideurs.

L'incapacité à atteindre les objectifs d'investissement définit le niveau de risque du portefeuille de la façon la plus fondamentale. Les objectifs, et les risques qui en découlent, doivent être décrits d'une manière qui permette aux administrateurs de comprendre les avantages et les inconvénients des différents portefeuilles. En évaluant les portefeuilles en termes de probabilités de maintenir le pouvoir d'achat et l'apport d'un flux financier stable au budget, les administrateurs comprennent et choisissent entre des alternatives définies par un ensemble de critères directement en relation avec les objectifs de l'institution.

Les portefeuilles générés par une combinaison d'optimisation à moindre variance et de simulation tournée vers l'avenir souffrent d'un certain nombre de limites. Les résultats dépendent d'hypothèses concernant les rendements futurs, les risques encourus et les corrélations. Comme des estimations précises des rendements sont à peu près sûres de s'avérer fausses, le plus grand avantage de l'analyse vient de l'évaluation plus facile des interrelations. Si la qualité des hypothèses concernant les rendements et les risques associés aux marchés représentait la seule difficulté, les conclusions proposées par l'analyse quantitative seraient alors solides.

Mais des problèmes plus sérieux viennent de l'instabilité des caractéristiques de risque et de corrélation des classes d'actifs. La tendance des actifs risqués à se mouvoir dans la même direction durant les périodes de crise diminue l'avantage de la diversification, au moins à court terme. Les questions concernant la nature de la distribution des rendements des titres et la stabilité des relations entre les classes d'actifs posent de grandes difficultés à la modélisation quantitative de l'allocation d'actifs. Néanmoins, le processus de quantification de l'analyse d'un portefeuille apporte la discipline qui manque à des approches moins rigoureuses de la construction de portefeuille.

Un processus de construction systématique et quantitative du portefeuille se situe au cœur de l'activité de gestion de portefeuille, fournissant un cadre et une discipline au sein desquels les jugements qualitatifs viennent améliorer les décisions. En reconnaissant et en affirmant le rôle central des objectifs de la politique d'allocation d'actifs, les gestionnaires de fonds se tournent vers l'outil de gestion le plus puissant. Enfin, un travail bien pensé d'allocation d'actifs fournit la base de la construction d'un programme d'investissement réussi.

6

La gestion de l'allocation d'actifs

La mission fondamentale de la gestion de portefeuille est l'application fidèle des objectifs à long terme de l'allocation d'actifs. Si les investisseurs permettent aux actifs du portefeuille de s'écarter des objectifs des classes d'actifs, le portefeuille qui en résulte ne peut pas refléter les préférences, en termes de rendement et de risque, déterminées par le processus d'allocation d'actifs. En détenant des actifs dans des proportions qui correspondent aux objectifs de la politique d'investissement et en générant des rendements par classe d'actifs identiques à ceux des marchés, les investisseurs atteignent les objectifs sans dérapage.

Seuls les portefeuilles les plus simples, ne contenant que des titres cotés, permettent aux investisseurs d'appliquer avec précision les politiques d'investissement, en détenant les différentes classes d'actifs dans les proportions ciblées et en utilisant des véhicules d'investissement passifs qui reflètent les rendements des marchés. Les investisseurs disciplinés maintiennent les niveaux ciblés en suivant un programme systématique de rééquilibrage, utilisant le produit de la vente des actifs qui démontrent une force relative supérieure pour financer l'achat de ceux qui démontrent une certaine faiblesse. L'utilisation de véhicules d'investissement passif peu coûteux facilite l'application sans heurts des objectifs de la politique d'allocation d'actifs dans les portefeuilles de titres cotés. Un rééquilibrage régulier assure que le portefeuille conserve les niveaux d'allocation ciblés, exposant les capitaux aux caractéristiques de rendement et de risque souhaitées.

Malheureusement, pour toutes les autres structures moins simples, la complexité des marchés conduit à un écart entre l'idéal de l'application d'un programme d'investissement clairement défini et la réalité chaotique. L'investissement dans des actifs illiquides, la poursuite de stratégies de gestion active et l'utilisation d'un effet de

levier explicite ou implicite font que la performance réelle diffère des rendements théoriques associés à la politique d'investissement.

Les classes d'actifs moins liquides introduisent une probabilité de déviation par rapport aux niveaux d'allocation ciblés. Le manque ou le surplus de participations non cotées induisent un déséquilibre avec la détention d'actifs plus liquides, éloignant les caractéristiques du portefeuille des niveaux désirés. Comme, par leur nature même, les participations non cotées exigent beaucoup de temps pour pouvoir être achetées ou vendues dans de bonnes conditions, les allocations des portefeuilles qui en contiennent présentent des dysfonctionnements. La confrontation aux sur ou sous-pondérations résultant de la détention d'actifs illiquides crée des difficultés aux investisseurs sérieux.

Même lorsque les allocations effectives du portefeuille correspondent aux objectifs à long terme, les techniques de gestion active font que les rendements des classes d'actifs diffèrent de ceux de leurs indices de référence. Si des inefficiences apparaissent dans les cours de certains titres, les intervenants peuvent profiter d'opportunités d'investissement produisant des plus-values supplémentaires pour un niveau de risque identique. Les gestionnaires de portefeuille acceptent bien volontiers le risque inhérent à la gestion active, espérant que leur talent va finalement rapporter. Mais comme ces opportunités se déclarent de manière inattendue, la classe d'actifs gérée activement peut subir une sous-performance passagère, affichant un écart entre une réalité décevante et un résultat espéré meilleur grâce à la gestion active.

L'effet de levier, implicite ou explicite, pose un autre problème à l'application fidèle des objectifs de l'allocation d'actifs. En amplifiant les résultats des investissements, en positif comme en négatif, l'effet de levier modifie fondamentalement les caractéristiques de rendement et de risque des portefeuilles d'investissement. Si les administrateurs ne sont pas suffisamment attentifs aux activités d'investissement, l'effet de levier peut exposer les fonds à des mésaventures inattendues. Le levier implicite, qu'on trouve souvent dans les positions sur les produits dérivés, se tapit dans de nombreux portefeuilles, n'étant révélé qu'à l'occasion d'un désastre financier. Le levier explicite, tel que celui qu'on trouve dans les programmes de prêt de titres, contient la possibilité d'altérer les caractéristiques de risque du portefeuille de façon inopportune. La compréhension et le contrôle de l'effet de levier inclus dans certaines stratégies permettent aux investisseurs de façonner des portefeuilles correspondant à leur niveau de tolérance au risque.

De nombreux intervenants gèrent le risque avec une certaine légèreté. Les gestionnaires de portefeuille dépensent des quantités énormes de temps, d'énergie et de ressources sur des recherches d'allocation d'actifs, appliquent les recommandations

qui en découlent, puis laissent les portefeuilles dériver au gré des marchés. Certains investisseurs suivent des programmes de gestion active en amalgamant plusieurs gestionnaires spécialisés, sans comprendre les déséquilibres sectoriels, d'allocation ou de style de gestion créés par ce processus de construction de portefeuille plus ou moins aléatoire. D'autres intervenants engagent des gestionnaires sur la base de leurs bonnes performances passées, oubliant d'évaluer leur programme d'investissement, inconscients de l'effet de levier caché susceptible de générer de la volatilité dans les performances. Un processus de gestion de portefeuille bien pensé assure que les fonds ne subissent que les risques prévus par les objectifs d'allocation d'actifs, et laissent espérer des rendements suffisants.

L'auteur grec Palladas avait peut-être en tête la gestion de portefeuille lorsqu'il écrivit qu'il « y a loin de la coupe aux lèvres ». La dérive de l'allocation d'actifs et les risques inhérents à la gestion active rendent possibles des résultats significativement différents des attentes basées sur la politique d'allocation d'actifs du portefeuille. De plus, l'exposition implicite ou explicite à l'effet de levier entraîne les portefeuilles vers des niveaux de risque considérablement différents de ceux qui étaient prévus, modifiant spectaculairement les résultats de l'investissement. L'application disciplinée de la politique d'allocation d'actifs évite de modifier le profil de rendement et de risque d'un portefeuille, permettant aux investisseurs de n'accepter que les risques de gestion active supposés apporter de la valeur ajoutée.

La préoccupation concernant le risque fait partie intégrante du processus de gestion du portefeuille, exigeant une surveillance attentive du portefeuille global et des proportions entre les classes d'actifs et entre les gestionnaires. La compréhension des risques inhérents à l'investissement augmente les chances qu'un programme d'investissement atteigne ses objectifs.

LE RÉÉQUILIBRAGE

L'utilisation correcte de l'optimisation à moindre variance et des simulations d'avenir placent les considérations concernant le risque au centre du processus d'investissement. En évaluant la probabilité d'échec des politiques d'investissement d'atteindre les objectifs fixés, les investisseurs sont directement confrontés aux risques financiers encourus par l'institution. Les objectifs d'allocation d'actifs sélectionnés par l'application bien pensée des outils quantitatifs et d'un jugement avisé définissent avec une précision acceptable un portefeuille d'actifs susceptible de répondre aux besoins d'une institution.

Après l'établissement de la politique d'allocation d'actifs, le contrôle du risque exige un rééquilibrage régulier afin de correspondre aux objectifs d'allocation. Les mouvements de prix des actifs financiers provoquent inévitablement une dérive des classes d'actifs par rapport à leurs niveaux ciblés. Par exemple, une baisse des cours des actions et une augmentation du prix des obligations conduisent à une sous-pondération des actions et à une surpondération des obligations, ce qui fait que le portefeuille possède des caractéristiques de rendement et de risque plus faibles que souhaité. Afin de ramener le portefeuille aux allocations ciblées, les investisseurs doivent le rééquilibrer en achetant des actions et en vendant des obligations.

Le rééquilibrage facilite le remodelage des portefeuilles de titres cotés, fournissant l'occasion d'examiner les fonds alloués aux gestionnaires. Les investisseurs améliorent les rendements du portefeuille en donnant des fonds aux gestionnaires dont ils attendent une surperformance, et en en retirant à ceux dont les perspectives semblent moins reluisantes. En l'absence de raisons fondamentales de modifier la répartition des fonds alloués aux gestionnaires, on peut s'attendre à obtenir des résultats positifs en suivant la stratégie qui consiste à retirer de l'argent aux gestionnaires ayant récemment affiché des performances solides et à apporter des fonds à ceux dont les chiffres ont été faibles. En cas de doute, rééquilibrez systématiquement.

La psychologie du rééquilibrage

Le comportement contrarien est au cœur de nombreuses stratégies d'investissement réussies. Malheureusement pour les investisseurs, la nature humaine accentue la tendance à suivre la foule. L'attitude conventionnelle s'exprime clairement dans ces mots de Sally Bowles, le personnage interprété par Liza Minelli dans *Cabaret* : « Tout le monde aime les vainqueurs, alors personne ne m'aime ». Le comportement d'investissement contrarien exige de se détourner de ce que tout le monde aime et d'embrasser le mal aimé. La plupart des gens préfèrent le contraire.

En fait, le monde du commerce (à l'opposé du monde de l'investissement) a généralement intérêt à suivre la tendance. Soutenir les gagnants et éliminer les perdants est un gage de réussite commerciale. Les cadres qui sur-responsabilisent les gagnants obtiennent des résultats séduisants. Les dirigeants qui affament les perdants économisent des ressources. Dans le monde darwinien de l'entreprise, le succès attire le succès.

Dans le monde des investissements, l'échec sème les graines de la réussite future. La stratégie d'achat à bon marché d'actifs tombés en disgrâce procure des rendements espérés bien plus élevés que l'acquisition d'actifs à la mode fortement valorisés. Le rabais appliqué aux actifs mal aimés améliore les rendements espérés, alors que la prime appliquée aux actifs recherchés réduit les plus-values anticipées.

La plupart des investisseurs trouvent plus confortables les positions approuvées par le plus grand nombre ; elles leur donnent un sentiment de sécurité. Les attitudes et les actions de la majorité créent le consensus. Par définition, seule une minorité d'investisseurs se retrouve dans la situation inconfortable qui consiste à opérer à contre-courant du mouvement général. Une fois que la majorité des intervenants adopte une position jusque là contrarienne, le point de vue de la minorité devient le plus largement partagé. Seuls quelques-uns prennent position en complet désaccord avec l'opinion communément admise.

Initier et conserver des positions non-conventionnelles exige une forte conviction et beaucoup de courage. Les amis et les relations envisagent des programmes d'investissement fondamentalement différents. Les médias entretiennent une vision du monde entièrement divergente. Les courtiers exhortent à la vente des perdants d'hier et à l'achat des bonnes affaires du jour. Les annonces publicitaires décrètent un nouveau paradigme. Face à un consensus apparemment accablant, les investisseurs contrariens qui réussissent font la sourde oreille aux clameurs de la multitude.

Initier une position contrarienne ne constitue que la moitié de la bataille. L'échec guette l'investisseur contrarien s'il craque nerveusement. Supposez qu'un investisseur commence par éviter l'actif à la mode. Les mois deviennent pour lui des trimestres, et les trimestres des années. Finalement, le contrarien trop faible capitule, adoptant le raisonnement de la masse. Bien sûr, sa conversion a lieu exactement au sommet de l'euphorie, résultant dans un échec douloureux sans espérance de retour. Prendre une position contrarienne sans être capable de persévérer conduit à des résultats médiocres.

Le rééquilibrage traduit un comportement supérieurement rationnel. Maintenir les objectifs du portefeuille face aux mouvements du marché exige de vendre des actifs ayant surperformé et d'acheter ceux qui ont relativement mal performé. Autrement dit, l'investisseur discipliné qui rééquilibre son portefeuille vend ce qui est à la mode et achète ce qui ne l'est pas. Dans des circonstances normales, le rééquilibrage demande un certain degré de conviction. Mais lorsque les marchés atteignent des extrêmes, cela exige une dose peu commune de courage.

La fréquence des rééquilibrages

Les investisseurs débattent de la fréquence à laquelle les portefeuilles doivent être rééquilibrés. Certains suivent le calendrier, effectuant les transactions nécessaires sur une base mensuelle, trimestrielle ou annuelle. D'autres essaient de maîtriser les coûts de transaction, se fixant des limites larges et n'effectuant le rééquilibrage que lorsque les allocations dépassent des écarts préalablement spécifiés. Un petit nombre effectue un rééquilibrage permanent, une stratégie qui procure un meilleur contrôle du risque et des coûts moins élevés que les approches basées sur le calendrier ou les écarts.

Le rééquilibrage permanent exige une valorisation quotidienne des actifs du portefeuille. Si la valeur d'une classe d'actifs dévie de plus d'un ou deux dixièmes de pourcentage de l'allocation ciblée, les gestionnaires effectuent les transactions nécessaires au retour à l'équilibre souhaité. Les transactions ont tendance à être de petite taille et à bien correspondre au marché. Comme le rééquilibrage exige la vente d'actifs dont les cours progressent et l'achat d'autres actifs dont les cours déclinent, la réactivité propre au rééquilibrage permanent fait que les gestionnaires vendent ce que les autres intervenants achètent, et achètent ce que les autres vendent, fournissant ainsi de la liquidité au marché. À l'inverse, les stratégies de rééquilibrage moins réactives au marché génèrent des transactions plus importantes qui impactent le marché et augmentent les coûts.

Dans la mesure où les marchés démontrent une volatilité élevée, le rééquilibrage permanent génère des plus-values supplémentaires. L'activité du marché les 27 et 28 octobre 1997 en fournit un exemple frappant. Le 27 octobre, une baisse de 6,9 % du cours des actions accompagna un rallye du marché obligataire. Le jour suivant, un retournement de marché vit les actions rebondir de 5,1 % tandis que les obligations subissaient une forte pression vendeuse. Le rééquilibrage d'un portefeuille constitué de 60 % d'actions et de 40 % d'obligations lors de ces deux journées d'octobre 1997 aurait ajouté dix points de base à ses rendements, apportant un « bonus » issu d'une activité fondamentalement dédiée au contrôle du risque.

Même si les profits dus au rééquilibrage représentent une prime agréable pour les investisseurs, la motivation principale du rééquilibrage concerne le respect des objectifs de la politique à long terme. Dans le contexte d'une politique de portefeuille bien pensée, le rééquilibrage maintient le niveau de risque désiré. Les investisseurs attentifs utilisent les stratégies de rééquilibrage pour respecter les objectifs de la politique d'allocation d'actifs.

Le rééquilibrage et l'illiquidité

Les détenteurs de participations non cotées sont confrontés à une difficulté particulière dans leur activité de rééquilibrage. À tout moment, les participations non cotées et les actifs tangibles sont susceptibles de ne pas respecter les niveaux d'allocation ciblés. Une quantité d'actifs équivalente au manque ou au surplus constaté dans la totalité du portefeuille illiquide doit alors être investie ou retirée du portefeuille constitué d'actifs liquides. Les participations non cotées susceptibles d'être retenues pour investir dans cette classe d'actifs en situation de sous-allocation doivent donc être des engagements de courte durée et peu risqués, car les fonds doivent pouvoir être retirés rapidement et réinvestis afin de ramener le portefeuille de participations non cotées aux niveaux d'allocation souhaités. Les liquidités, les obligations et les fonds de performance absolue constituent des alternatives acceptables pour pallier la sous-allocation des actifs non cotés.

La stratégie qui consiste à investir les sous-allocations d'actifs non cotés dans des titres cotés apparemment similaires est superficiellement séduisante. Par exemple, lorsque l'on essaie de construire un portefeuille de capital-risque, les sous-allocations pourraient être investies dans des actions de petites sociétés de haute technologie. Malheureusement, cette stratégie expose les investisseurs au risque de voir les capital-risqueurs effectuer un appel de fonds quand les actions technologiques sont au plus bas, obligeant à vendre au plus mauvais moment. Enfin, les participations non cotées constituent une classe d'actifs à part car elles se comportent d'une manière fondamentalement différente de celle des titres cotés, faisant de la dépendance à court terme envers une corrélation entre les marchés non cotés et ouverts au public une stratégie incohérente et potentiellement dangereuse.

Lorsque les fonds alloués aux actifs non cotés dépassent les niveaux ciblés, ce qui peut être le cas lorsque les cours des titres cotés déclinent par rapport à la valeur des participations non cotées, les investisseurs sont confrontés à un problème délicat. Réduire les allocations des titres cotés les plus risqués et se reposer sur des corrélations hypothétiques entre les marché privés et publics présente des risques importants. Cependant, la réduction des allocations consenties à des actifs moins risqués pour pallier une augmentation des niveaux excessifs de participations non cotées accroît un niveau de risque déjà élevé du portefeuille global. Afin de choisir la solution la moins mauvaise, les investisseurs devraient dans ce cas pallier la sur-allocation aux actifs privés en réduisant les engagements sur les titres cotés risqués, maîtrisant ainsi le niveau de risque global du portefeuille.

L'utilisation d'actifs à court terme peu risqués en substitution à des actifs privés en général plus rémunérateurs diminue le rendement espéré du portefeuille ainsi que

le niveau de risque, alors qu'on obtient le résultat opposé en réduisant les positions des titres cotés pour compenser une surpondération des participations non cotées. Comme les différences entre les caractéristiques du portefeuille idéal et celles du portefeuille réel peuvent s'avérer importantes, les investisseurs doivent analyser sérieusement les implications des allocations ciblées et des allocations effectives en termes d'investissement et de prélèvement.

La possibilité qu'il apparaisse des différences entre l'allocation d'actifs ciblée et l'allocation effective plaide pour la prudence lorsque l'on modifie les niveaux ciblés au profit de classe d'actifs illiquides. Maintenir la réalité aussi proche que possible des objectifs facilite l'analyse des alternatives acceptables de politique de prélèvement ou de gestion d'actifs. Le fait d'éviter les différences importantes entre les allocations ciblées et les allocations effectives réduit la taille des déséquilibres éventuels qui exigent un placement dans un véhicule d'investissement alternatif, limitant ainsi l'impact d'une décision toujours génératrice de problèmes.

Le rééquilibrage aide les investisseurs à maintenir le profil de rendement et de risque incarné dans la politique d'allocation d'actifs du portefeuille. Les institutions qui ne suivent aucune politique précise de rééquilibrage s'engagent de fait dans une sorte de *market timing*. En permettant aux allocations du portefeuille de dériver au gré des marchés, les caractéristiques de rendement et de risque changent de façon imprévisible, introduisant un trouble supplémentaire dans un processus déjà dominé par l'incertitude. En fait, sur de longues périodes, les allocations non rééquilibrées penchent vers les actifs aux rendements les plus élevés, accroissant le niveau de risque global du portefeuille. Enfin, le rééquilibrage discipliné procure un contrôle efficace du risque, augmentant pour les investisseurs leurs probabilités d'atteindre les objectifs d'investissement.

LA GESTION ACTIVE

Après avoir établi la politique d'allocation d'actifs, les investisseurs sont confrontés à des problèmes concernant la gestion de chaque classe d'actifs. Dans le domaine des titres cotés, des véhicules d'investissement passifs procurent la quasi certitude que les résultats de l'investissement refléteront l'activité du marché. Dans la mesure où les investisseurs suivent des stratégies de gestion active, les résultats effectifs vont probablement différer de ceux du marché, ce qui va entraîner une différence entre les caractéristiques d'une classe d'actifs et celles de son marché de référence. Dans la classe des actifs alternatifs, l'absence de véhicules d'investis-

sement passifs fait que les résultats d'une gestion par nature active varient inévitablement, et parfois spectaculairement, des attentes en termes de rendement.

L'investissement dans des véhicules gérés passivement qui représentent des classes particulières d'actifs élimine efficacement toute variance par rapport aux résultats des marchés. Les fonds indiciels ne coûtent pas cher à mettre en œuvre, présentent beaucoup moins de problèmes de gestion que les portefeuilles gérés activement, et garantissent une réplique fidèle du marché concerné. Qu'est-ce qui explique alors que si peu de portefeuilles institutionnels utilisent exclusivement la gestion passive ? Très certainement, le jeu de la gestion active incite les investisseurs à participer, offrant souvent le faux espoir de rendements supérieurs. Peut-être que ceux qui sont assez malins pour reconnaître que la gestion passive est le meilleur choix, se croient aussi suffisamment malins pour pouvoir battre les marchés. Dans tous les cas, les écarts par rapport aux performances du benchmark constituent une source importante de risque pour le portefeuille.

Les investisseurs qui s'embarquent dans des stratégies de gestion active introduisent des déformations dans leur portefeuille, volontairement ou non. Parmi les différentes manières dont les classes d'actifs peuvent différer de leurs benchmarks, on peut citer la taille, le secteur et le style de gestion. La taille fait référence à la capitalisation des titres détenus, le secteur à la nature des activités de l'entreprise, et le style à l'approche choisie par tel ou tel gestionnaire actif (orienté sur la valeur ou sur la croissance, par exemple).

Des modifications délibérées du portefeuille créent un potentiel significatif de valeur ajoutée. Par exemple, un investisseur pourrait penser que les stratégies basées sur la valeur sont supérieures à celles qui se basent sur la croissance, ne sélectionnant ainsi consciemment que des gestionnaires orientés sur la valeur. D'autres pensent que les actions des petites capitalisations offrent plus d'opportunités de sélection de titres, et orientent leurs portefeuilles vers une surpondération évidente en titres de petites entreprises. Des paris stratégiques bien pensés peuvent générer des rendements ajustés au risque supérieurs pour le portefeuille.

Les modifications du portefeuille s'accompagnent de coûts potentiels. S'engager avec des gestionnaires spécialisés dans des segments de marché particuliers altère parfois énormément les caractéristiques du portefeuille. En conséquence, les administrateurs sont confrontés à la possibilité de sous-performances significatives lorsque les coûts à court terme (une performance relative médiocre des petites capitalisations) dominent les opportunités à long terme (une valorisation moins efficiente des titres des petites capitalisations). Les modifications stratégiques d'un portefeuille n'ajoutent de la valeur que lorsqu'elles sont appliquées avec discipline, après mûre réflexion, et sur un horizon d'investissement suffisamment long.

Certains paris résultent d'une gestion qui manque de rigueur. Si la construction d'un portefeuille consiste simplement à rassembler un certain nombre de gestionnaires d'actions domestiques pour le remplir, les caractéristiques de la classe d'actifs qui en résultent vont certainement contenir des anomalies fâcheuses. Les paris d'investissement faits inconsciemment ne sont mis à jour qu'après avoir provoqué directement une sous-performance importante du portefeuille.

LES FONDS COMPLÉMENTAIRES ET LES PORTEFEUILLES NORMAUX

Les outils de gestion de l'investissement des portefeuilles normaux et des fonds complémentaires permettent aux gestionnaires d'évaluer et de contrôler les déformations d'un portefeuille. Un portefeuille normal circonscrit l'univers de titres au sein duquel un gestionnaire sélectionne ses achats. En tant que tel, un portefeuille normal représente un indice de référence acceptable pour évaluer la mesure de la performance du gestionnaire. Si l'ensemble des portefeuilles normaux d'une classe d'actifs correspond à la taille, aux secteurs et au style de cette classe, c'est que le portefeuille qui en résulte ne contient aucun pari délibéré relatif à la taille des entreprises, à leurs secteurs ou au style de gestion appliqué. Les paris résultant des décisions d'un gestionnaire actif influencent toujours les rendements du portefeuille, mais ils sont les bienvenus en tant que parties intégrantes d'une stratégie de gestion active.

Si l'ensemble des portefeuilles normaux au sein d'une classe d'actifs ne correspond pas à certaines caractéristiques importantes de cette classe, c'est que les gestionnaires de portefeuille ont introduit une modification. Une manière de neutraliser les modifications introduites par inadvertance est l'utilisation des fonds complémentaires. Un fonds complémentaire représente simplement le portefeuille de titres qui, venant s'ajouter au portefeuille normal d'une classe d'actifs, assure la correspondance du nouvel ensemble avec les caractéristiques de la classe d'actifs concernée.

En comblant les lacunes du portefeuille normal, le fonds complémentaire fait que le rendement du portefeuille est produit par un choix délibéré, et non par un risque supplémentaire inconsciemment subi. Un danger de l'utilisation des fonds complémentaires réside dans l'imprécision inhérente à l'identification des portefeuilles normaux. Des portefeuilles normaux mal définis conduisent à des fonds complémentaires mal structurés, qui ne vont pas combler les lacunes non identifiées du

portefeuille, ou bien peuvent neutraliser des paris délibérés effectués lors de la sélection des titres.

Comme les déviations par rapport aux caractéristiques des classes d'actifs font diverger la performance de celle du marché, les gestionnaires de fonds doivent s'assurer que ce sont des choix délibérés qui motivent la structure du portefeuille, et non des décisions aléatoires. Les portefeuilles normaux et les fonds complémentaires aident les investisseurs dans la gestion des classes d'actifs, mais l'utilisation précise de ces outils relève plus d'un objectif théorique que d'une réalité pratique.

L'EFFET DE LEVIER

L'effet de levier apparaît dans des portefeuilles de façon explicite ou implicite. Le levier explicite implique l'utilisation de fonds empruntés pour profiter d'opportunités d'investissement, amplifiant les résultats du portefeuille, pour le meilleur et pour le pire. Lorsque les plus-values excèdent les coûts du crédit, les portefeuilles bénéficient de l'effet de levier. Lorsque les plus-values sont égales à ces coûts, aucun impact n'est enregistré. Et lorsque les plus-values sont inférieures aux coûts de l'emprunt, les portefeuilles pâtissent de l'effet de levier.

Le levier implicite consiste à détenir des positions dont le niveau de risque est plus élevé que celui de la classe à laquelle elles appartiennent. Le simple fait de détenir des actions plus risquées que l'ensemble du marché produit un effet de levier sur le portefeuille. À moins que les niveaux de risque des titres appartenant à une classe d'actifs ne correspondent aux hypothèses formulées lors de la décision d'allocation de cette classe, le portefeuille contient soit un effet de levier positif dû à la présence d'actifs plus risqués, soit un effet de levier négatif dû à la présence d'actifs moins risqués. Par exemple, la pratique courante qui consiste à détenir des liquidités au sein d'un portefeuille d'actions ordinaires fait que ce portefeuille démontre un risque moins élevé que celui du marché ; on lui applique ainsi un levier inférieur à 1, entraînant de ce fait une dilution de ses rendements.

Les produits dérivés procurent une source de levier implicite. Supposons qu'un contrat à terme sur le S&P 500 exige le dépôt d'une marge égale à 10 % de la valeur de la position ouverte. Si un investisseur détient une position à terme dans un portefeuille d'actions domestiques, et que chaque dollar de cette position est contrebalancé par neuf dollars de liquidités, cela crée une position équivalente à la détention en direct des titres. Mais si l'investisseur détient pour cinq dollars de position à terme

et pour cinq autres dollars de liquidités, l'effet de levier implicite qui en résulte fait que la position est cinq fois plus sensible aux fluctuations du marché.

Les produits dérivés ne sont pas générateurs de risque par eux-mêmes, car ils peuvent être utilisés pour réduire le risque, pour simplement répliquer des positions fermes, ou pour augmenter le risque. Pour continuer avec l'exemple des contrats à terme sur le S&P 500, la vente de contrats simultanée à la détention d'actions réduit le risque associé à l'exposition au marché actions. D'autre part, la combinaison appropriée de liquidités et de contrats à terme crée une réplique à risque égal de positions fermes ouvertes sur le marché. Enfin, la détention de contrats sans les liquidités associées permettant d'en neutraliser partiellement le risque augmente l'exposition au marché. Les gestionnaires responsables comprennent et maîtrisent l'utilisation des produits dérivés dans leurs activités d'investissement.

L'effet de levier amplifie les résultats du portefeuille, ayant ainsi le potentiel de profiter aux capitaux ou de leur porter préjudice. Dans les cas extrêmes, l'incohérence entre le profil de risque des caractéristiques de la classe d'actifs et l'activité d'investissement conduit à des pertes lourdes. Dans les cas moins extrêmes, les déviations relatives au profil de risque entraînent les caractéristiques du portefeuille dans des variations importantes par rapport aux niveaux ciblés, et conduisent à des dérives l'éloignant des objectifs de la politique d'investissement. Les investisseurs sensés utilisent l'effet de levier avec la plus grande prudence, se gardant d'introduire un risque supplémentaire dans les caractéristiques du portefeuille.

L'Université de Harvard

Le fonds de réserve de l'Université de Harvard utilise l'effet de levier de multiples manières. Observons le portefeuille de l'Université en juin 2005. En fixant une allocation inhabituelle aux liquidités égale à –5 %, l'Université espère visiblement améliorer les performances du portefeuille en générant des plus-values supérieures aux frais d'emprunt. Sur de longues périodes, la stratégie d'emprunt de Harvard promet des résultats supérieurs car les plus-values du portefeuille devraient excéder les coûts du levier représentés par le rendement des liquidités, la classe d'actifs la moins rémunératrice. Bien sûr, si les plus-values sont inférieures au coût du levier, les résultats d'une mauvaise année seront amplifiés. Dans le cas de l'allocation négative de Harvard aux liquidités, une analyse attentive et rigoureuse des éléments du portefeuille a conduit à l'utilisation de l'effet de levier.

La deuxième forme de levier explicite utilisée par Harvard implique l'emprunt de quantités considérables de capitaux afin d'exploiter les anomalies de cours entre différents titres. Au 30 juin 2005, le fonds d'investissement de 29,4 milliards de

dollars de l'Université détenait des positions acheteuses de 49,7 milliards couvertes par des positions vendeuses de 20,3 milliards[1]. En modifiant fondamentalement les caractéristiques de risque des classes d'actifs, l'utilisation de l'effet de levier amplifie les paris effectués lors de la sélection des titres. En plus des considérations directes relatives aux conséquences d'une allocation négative aux liquidités, en augmentant les positions détenues dans le portefeuille, Harvard modifie le risque du portefeuille bien au-delà du cadre de l'analyse de moindre variance.

S'ajoutant à l'effet de levier explicite sur les positions, Harvard utilise également un levier implicite afin d'amplifier encore l'impact des décisions d'investissement. Une lecture attentive des notes en bas de page du rapport financier de Harvard montre un solde d'exposition au marché de plus de 19 milliards de dollars sur les positions acheteuses et de plus de 28 milliards sur les positions vendeuses. En conséquence de ce levier à la fois explicite et implicite, Harvard augmente spectaculairement les niveaux de risque, amplifiant ainsi les résultats positifs aussi bien que les résultats négatifs.

Sowood Capital

Harvard a subi les conséquences d'un effet de levier excessif lors de l'effondrement de Sowood Capital en juillet 2007. Géré par Jeff Larson, un ancien associé de la Harvard Management Company, Sowood a démarré ses activités en juillet 2004 avec quatorze employés et 700 millions de dollars appartenant à Harvard. Le dépliant de promotion de l'entreprise promettait aux investisseurs un portefeuille d'arbitrage quantitatif fondé sur l'arbitrage d'opérations spéciales (« event-driven ») et orienté sur la valeur, strictement non directionnel par rapport au marché[2]. D'après le *Wall Street Journal*, Sowood « gagna environ 10 % par an durant ses trois premières années d'activité, souvent grâce à des paris prudents sur des produits de taux », tenant les promesses faites aux investisseurs et augmentant les fonds sous gestion à hauteur de 3 milliards de dollars[3].

Au début de 2007, le portefeuille de Jeff Larson détenait une position importante portant sur la valeur relative d'obligations d'entreprises de premier plan et de titres d'entreprises moins matures. Il était acheteur sur les premières et vendeur des titres

1. Linda Sandler, "Endowments at Top Schools Bruised in Market", *Wall Street Journal.* 13 October 1998.
2. Sowood Capital Management: Sowood Alpha Fund (pitch book), 2004.
3. Gregory Zuckerman and Craig Karmin, "Sowood's Short, Hot Summer", *Wall Street Journal*, 27 October 2007.

plus risqués des petites entreprises, établissant ainsi ce qu'il croyait être une couverture contre d'éventuelles conditions de marché adverses.

Si Sowood avait seulement tenté d'exploiter la différence de prix entre les titres d'entreprises matures et de sociétés plus jeunes, il n'aurait pas tant attiré l'attention du *Wall Street Journal* et du *New York Times*. Mais comme la seule différence de prix n'était pas suffisamment rémunératrice, Sowood a appliqué un effet de levier « allant jusqu'à six pour un » sur le portefeuille, espérant transformer un léger écart de prix en plus-values substantielles[1]. Cet effet de levier transférait le risque de Sowood vers ses banquiers.

En juin, les premières failles apparurent, le fonds perdant 5 % durant le mois. Afin de tirer parti d'opportunités devenues alors plus attractives, toujours selon le *Wall Street Journal*, Sowood doubla l'effet de levier et l'augmenta à douze pour un.

En juillet, à mesure que les marchés obligataires devenaient plus instables, les positions de Sowood auraient dû s'avérer payantes, les positions acheteuses plus sûres conservant leur valeur et les positions vendeuses plus risquées perdant la leur. Au lieu de cela, les forces perverses du marché provoquèrent une baisse de la valeur des positions acheteuses de Sowood sans que les positions vendeuses n'apportent un gain suffisant pour compenser ces pertes.

Dans une lettre du 30 juillet aux investisseurs, Jeff Larson décrivit ainsi les forces qui avaient eu raison de son fonds de placement :

> « … Étant donné l'extrême volatilité des marchés, nos partenaires financiers ont commencé à réviser fortement à la baisse les dépôts de garantie du fonds. De plus, la liquidité de la partie obligataire de notre portefeuille s'est considérablement réduite, rendant difficile le débouclage des positions. Nous en sommes donc arrivés ce week-end à la conclusion que, afin de préserver le capital de nos clients, il était préférable de liquider notre portefeuille. »[2]

Les forces combinées de l'effet de levier et d'un marché hostile ont provoqué la faillite de Sowood Capital.

Sowood avait débuté le mois de juillet avec plus de 3 milliards de dollars sous gestion. Après avoir subi des pertes de plus de 50 %, la société finit ce même mois avec environ 1,5 milliard. Dans les derniers jours mouvementés de la vie de Sowood, la société demanda l'aide de Harvard Management Company. Harvard refusa. Sowood Capital (capitalisée par Harvard, dont le personnel était issu de Harvard, et

---

1. Ibid.

2. Sowood, lettre aux actionnaires, 30 juillet 2007.

qui fut finalement abandonnée à son sort par Harvard) apprit à l'Université une leçon sur les dangers de l'effet de levier, leçon qui lui coûta 350 millions de dollars.

Granite Capital

David Askin, de Granite Capital, subit des pertes dévastatrices en suivant une stratégie apparemment sophistiquée d'identification, de couverture et de levier sur les anomalies de cours de produits dérivés de titres adossés à des hypothèques. En se basant sur des historiques de résultats d'environ 15 % par an avec une faible variabilité, Askin attira les fonds d'une liste impressionnante d'investisseurs parmi lesquels la Rockefeller Foundation et McKinsey & Co. Malheureusement, l'effet de levier explicite et implicite provoqua la perte totale du portefeuille de 600 millions de dollars de la société de gestion en quelques semaines.

Askin investissait dans des produits dérivés d'obligations adossés à des hypothèques aux noms aussi exotiques que « super inverse interest only strips ». Mais aussi intimidantes que pouvaient en être les appellations, ces titres constituaient essentiellement des rassemblements de crédits immobiliers ordinaires. En leur combinant des titres censés réagir de façon opposée aux mouvements des taux d'intérêt, Askin espérait se couvrir : en cas de mouvement de taux, les profits d'une partie du portefeuille compenseraient plus ou moins les pertes de l'autre partie. Si Askin savait identifier correctement les anomalies de prix, les profits dépasseraient les pertes d'un montant égal à celui de l'anomalie de prix détectée.

Comme les anomalies de prix sur les marchés de taux ont tendance à être de faible amplitude, les investisseurs utilisent fréquemment l'effet de levier pour amplifier l'impact de leurs transactions sur le portefeuille. Au moment de son effondrement, Askin utilisait un levier d'environ deux et demi pour un, gérant des positions de 2 milliards de dollars avec des fonds de 600 millions.

Le portefeuille d'Askin ne parvint pas à surmonter le traumatisme créé par la décision de la Réserve Fédérale d'augmenter les taux d'intérêt au début de l'année 1994. Ce qui semblait être des postions correctement couvertes dans un environnement paisible au niveau des taux d'intérêt, s'avéra catastrophique dans un marché obligataire baissier. À mesure que le portefeuille d'Askin accumulait les pertes, les banques qui avaient prêté l'argent nécessaire à l'ouverture des positions saisirent les obligations, vendant ces positions pour couvrir leur exposition. La combinaison d'une structure de portefeuille défaillante et de l'effet de levier a conduit Askin à la faillite.

Askin a subi de lourdes pertes car ses couvertures n'ont pas joué leur rôle. Mais s'il n'avait pas utilisé d'effet de levier, il aurait très probablement survécu à la débâcle

des taux d'intérêt de 1994. Des pertes de 30 % sur un portefeuille de 600 millions de dollars sans effet de levier auraient diminué les capitaux de 180 millions. C'est certes douloureux, mais pas au point d'empêcher tout redressement futur. En fait, à la suite de la faillite d'Askin, les cours des obligations liquidées se sont gentiment redressés. Mais alors, Askin n'était plus de la partie[1].

Long-Term Capital Management

Si le *Guinness* des records comprenait une catégorie « orgueil », les gérants de Long-Term Capital Management (LTCM) se situeraient probablement en tête de classement. Épaulé par des surdoués de Wall Street et des théoriciens de génie (dont deux prix Nobel), LTCM concocta un mélange toxique d'arrogance et d'effet de levier qui faillit anéantir le système financier international.

Le modèle économique de LTCM impliquait d'investir dans un ensemble de stratégies d'arbitrage largement diversifié, qui tentait d'exploiter les anomalies de prix des marchés d'actions, d'obligations, de swaps, de futures, et d'une vaste gamme de produits dérivés. En utilisant des modèles financiers sophistiqués pour disperser le risque global du portefeuille, l'entreprise croyait avoir réduit le risque à un niveau si faible que cela justifiait un effet de levier extraordinaire.

L'utilisation de l'effet de levier par LTCM défie l'imagination. En janvier 1998, donc bien avant son effondrement, les 4,8 milliards de dollars de capitaux de LTCM portaient des positions de 120 milliards, représentant un effet de levier de vingt-cinq pour un. Mais les niveaux irresponsables de cet effet de levier explicite ne représentaient que la partie émergente de l'iceberg.

Les activités d'investissement de LTCM se concentraient en grande partie sur des anomalies de prix qui pouvaient être exploitées par l'utilisation de produits dérivés. Dans de nombreux cas, l'entreprise pouvait obtenir le niveau d'exposition qu'elle souhaitait soit en ouvrant des positions fermes, soit par des produits dérivés, mais préférait les produits dérivés à cause de l'effet de levier qui leur est inhérent. En se basant sur l'exposition au marché, l'addition des positions fermes et à terme de LTCM totalisait 1 400 milliards de dollars pour un capital de 5 milliards, ce qui représentait un effet de levier de plus de 290 pour 1.

Lorsque les ennuis arrivèrent, suite à l'effondrement financier de la Russie, l'effet de levier ahurissant poussa LTCM à la faillite. Même si une tentative de sau-

1. Même si l'on peut affirmer que sans effet de levier, Askin n'aurait pas été éliminé du marché, on peut aussi dire que sans effet de levier, il ne serait jamais entré sur le marché. L'effet de levier stimulait les rendements de sa stratégie jusqu'à 15 % par an, ce qui lui était indispensable pour pouvoir attirer des capitaux.

vetage venant de Wall Street atténua quelque peu les dégâts, les pertes en capitaux furent énormes. Dans son désormais classique *When Genius Failed*, Roger Lowenstein décrit ainsi l'hécatombe :

> « Jusqu'à avril 1998, chaque dollar investi dans LTCM avait quadruplé et valait 4,11 dollars. Au moment de la tentative de sauvetage, seulement cinq mois plus tard, il ne restait plus que 33 % de ce total. Après déduction des frais de gestion, les résultats étaient encore plus désastreux : chaque dollar investi, après avoir caracolé à 2,85 dollars, ne valait plus que la maigre somme de 23 cents. En solde net, le plus grand fonds ayant jamais existé (en tout cas celui dont le QI était le plus élevé) avait perdu 77 % de ses capitaux dans le même temps que l'investisseur moyen sur le marché actions avait plus que doublé sa mise. »[1]

LTCM avait construit un portefeuille de positions en général très bien réfléchies. L'erreur stratégique qui fut fatale à l'entreprise venait d'un effet de levier presque inimaginable. L'effet de levier massif amplifiait à la fois les résultats positifs et les résultats négatifs. À l'opposé de LTCM, les investisseurs sensés utilisent l'effet de levier avec prudence, se gardant d'un niveau de risque pouvant menacer la viabilité d'un programme d'investissement.

Le prêt de titres

Certains types de levier, comme les liquidités négatives et l'emprunt explicite de capitaux pour augmenter des positions, sont clairement visibles. Les employés des entreprises d'investissement peuvent préparer des documents dont vont discuter les comités d'investissement en toute conscience de la nature générale et de la taille de l'emprunt effectué. Mais d'autres formes de levier restent occultées jusqu'à ce que les ennuis surviennent, provoquant des dégâts dans le portefeuille bien avant qu'une quelconque action correctrice n'ait pu être envisagée.

La plupart des grands investisseurs institutionnels participent à des programmes de prêt de titres qui impliquent de prêter des actions et des obligations à des tiers, procurant ainsi à l'investisseur un revenu supplémentaire modeste. Les emprunteurs de titres, généralement des structures appartenant à Wall Street, demandent ces prêts pour initier des positions de vente à découvert ou pour couvrir des opérations perdantes. Le prêteur de titres reçoit des liquidités correspondant à la garantie du prêt, ce qui rend cet aspect de la transaction tout à fait sûr. Il paie également sur ces

1. Roger Lowenstein, *When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, New York, Random House, 2001, 224–25.

liquidités reçues un taux d'intérêt inférieur à celui du marché monétaire, espérant les réinvestir à un taux plus élevé. Cet acte de réinvestissement, effectué dans un effort pour générer l'écart de taux espéré entre l'emprunt en dessous du taux du marché et le prêt au taux du marché, met en danger la totalité de la transaction de prêt.

Comme le prêteur de titres en conserve la propriété, avec les conséquences économiques qui en découlent, l'activité de prêt de titres ne provoque que peu de perturbation au sein du portefeuille. Les investisseurs oublient facilement ces prêts, les reléguant au statut d'opérations de back office. Le prêt de titres apparaît rarement à l'ordre du jour des réunions des comités d'investissement, ces mouvements étant traités comme de simples écritures comptables. Si jamais il en est question, les comités l'envisagent comme une manière de rembourser une partie des frais de garde sans prendre de gros risques.

Les structures de transaction typiques des institutionnels amplifient encore le caractère apparemment anodin du prêt de titres. Les banques dépositaires organisent généralement des programmes de prêt de titres, se partageant les revenus avec les investisseurs à 70/30 ou 60/40 %, la part la plus grande revenant au prêteur de titres. De tels arrangements profitables conduisent les banques à prendre des risques, car elles partagent les rendements sans subir les pertes éventuelles. La banque fait une bonne affaire, engrangeant une part significative des profits générés en ne mettant en danger que les capitaux du client. Les investisseurs sont du mauvais côté de la transaction, car ils gagnent peu tout en exposant leur portefeuille à des inconvénients considérables.

Le Common Fund

Le Common Fund, une organisation fournissant des services d'investissement aux institutions d'enseignement, a appris en 1995 que son programme de prêt de titres géré par First Capital Strategists avait subi des pertes estimées à 128 millions de dollars[1]. Les exactions d'un trader véreux, Kent Ahrens, avaient provoqué ces pertes qu'un calcul postérieur estima proches de 138 millions. Selon Ahrens, 250 000 dollars furent perdus sur une transaction « d'arbitrage » sur indice d'actions. Au lieu de déboucler la position, il essaya de combler la perte en initiant des positions spéculatives. Après plus de trois années de tromperie et de fraude, les pertes cumulées d'Ahrens atteignaient un montant hallucinant.

---

1. John R. Dorfman, "Report on Common Fund Cites Warning Signs," *Wall Street Journal*, 17 January 1996, C1.

La débâcle du programme de prêt de titres du Common Fund porta fortement préjudice à l'entreprise, ternissant sa réputation jusqu'alors excellente et provoquant la défection d'un grand nombre de ses clients. Au 30 juin 1995, le Common Fund avait 18,1 milliards de dollars d'actifs sous gestion. Un an plus tard, ceux-ci ne s'élevaient plus qu'à 15,5 milliards, soit 25 % de moins que si les fonds avaient simplement suivi les rendements des marchés.

L'histoire de First Capital Strategists raconte bien plus que la simple mésaventure d'un trader crapuleux. Elle illustre les risques encourus à suivre des stratégies d'investissement à faible rendement, souligne les problèmes de surveillance de certaines activités de négoce, et montre les dangers de schémas innovants inappropriés à la nature de l'activité d'investissement.

L'activité de prêt de titres permet au mieux de gagner très peu car il ne s'agit pour les investisseurs que d'empocher un minuscule écart positif de taux d'intérêt. Malheureusement, ces petits gains mettent l'investisseur en position de perdre beaucoup. Ce schéma de rendement désavantageux démontre des possibilités de gain limitées et des inconvénients substantiels, représentant une répartition des résultats inattractive pour les investisseurs.

Il y a de cela plusieurs décennies, le prêt de titres possédait des caractéristiques plus favorables. Dans les années 70, lorsque les prêteurs ne payaient pas d'intérêt sur les liquidités déposées en garantie, des rendements très attrayants découlaient de cette activité. Comme ces liquidités nanties sécurisaient la valeur des titres prêtés et pouvaient être réinvesties dans des bons du Trésor à court terme, les participants aux prêts ne risquaient presque rien.

Des changements structurels et une concurrence accrue ont forcé les prêteurs de titres à payer des intérêts sur les sommes reçues en garantie des prêts, faisant ainsi apparaître le risque concernant leur réinvestissement. Lorsque les prêteurs de titres ne purent plus s'assurer d'écarts de taux positifs en investissant les liquidités reçues dans des bons du Trésor, l'impératif de recherche de rendement conduisit à accepter le risque de crédit, le risque de fluctuation des taux d'intérêt, voire des risques plus « exotiques ».

Le Common Fund, par sa relation avec First Capital Strategists, accepta ces risques avec enthousiasme. Le tableau 6.1 présente la vaste gamme de stratégies de réinvestissement que le Common Fund utilisa dès le début des années 80. Le choix allait de stratégies extrêmement conservatrices à d'autres carrément agressives. L'arbitrage sur indices actions, correctement effectué, met très peu en danger les actifs investis. À l'opposé du spectre, les accords de rachat d'un broker mexicain induisent une bonne dose de risque.

Arbitrage sur indices actions
Arbitrage sur produits de taux
Arbitrage sur options OTC
Arbitrage sur l'écart entre les obligations et l'eurodollar
Arbitrage sur réinvestissement des dividendes
Arbitrage sur la restructuration d'entreprise
Arbitrage sur échéances différentes
Arbitrage sur obligations convertibles
Arbitrage sur warrants
Accords de rachat d'actions et d'obligations d'entreprises
Accords de rachat de brokers mexicains garantis par des titres du gouvernement mexicain
Positions neutres
Accords de rachat tripartites
Swaps de taux d'intérêt et sur devises
Titres obligataires soumis à remboursement anticipé

Tableau 6.1 Le Common Fund exposait les actifs de ses participants à un risque évident.
Stratégies de réinvestissement approuvées, 1994.

En suivant la pratique courante à Wall Street qui consiste à référencer un nombre trop grand de stratégies sous l'appellation « arbitrage », le Common Fund s'est donné une fausse impression de sécurité. Le dictionnaire *Webster* donne cette définition de l'arbitrage : « L'achat et la vente souvent simultanés d'instruments financiers semblables ou identiques (éventuellement sur des marchés différents) afin de profiter d'anomalies de cours ». Sur les marchés actuels, des anomalies de cours occasionnelles de contrats à terme portant sur des actions ou des obligations par rapport aux prix du marché comptant, fournissent de véritables (et fugitives) opportunités d'arbitrage. D'autres formes de soi-disant arbitrage n'impliquent pas « des instruments financiers semblables ou identiques » et exposent donc les capitaux investis à des risques plus importants.

Par exemple, l'arbitrage sur produits convertibles implique de détenir une obligation convertible et de vendre à découvert l'action de l'entreprise émettrice afin d'exploiter des anomalies de cours observées entre des obligations relativement bon marché et des actions relativement chères. La pratique de l'arbitrage sur produits convertibles exige une couverture dynamique, ce qui n'est pas toujours faisable et peut conduire à des risques de taux d'intérêt et de crédit non couverts. Dans certaines circonstances, l'arbitrage sur produits convertibles offre un ratio rendement/risque attractif. Mais en aucune circonstance ce type d'arbitrage ne génère des rendements dénués de tout risque.

Au mieux, le fait de nommer « arbitrages » des stratégies risquées est une expression typique de Wall Street, une tentative pour créer une aura de mystère et de sophistication autour du processus d'investissement. Au pire, cette pratique constitue une forme de publicité mensongère, un effort malhonnête pour apaiser les inquiétudes des investisseurs concernant des activités fondamentalement risquées.

Un autre problème de l'activité de prêt de titres concerne la fréquence des transactions. Surveiller des transactions très fréquentes pose des problèmes considérables aux sociétés de gestion, sans parler des investisseurs eux-mêmes, ainsi qu'aux autres professionnels concernés, tels que les avocats et les comptables. Lorsque des positions tournent plusieurs fois par jour, les superviseurs ne peuvent que faire confiance aux traders et à leur capacité d'appliquer fidèlement les stratégies et de suivre les recommandations. Les investisseurs ne peuvent qu'avoir confiance dans le fait que les superviseurs surveillent attentivement le processus. Des niveaux d'activité élevés créent d'importants problèmes de contrôle.

À l'inverse, l'activité d'investissement à long terme ne soulève que peu de problèmes concernant le suivi. Des positions détenues durant des mois ou des années génèrent beaucoup moins de risque lié au contrôle que des positions détenues pendant quelques minutes ou quelques heures. De plus, la tentation de cacher des positions perdantes dans un tiroir, ou de transgresser les recommandations pour se tirer d'une transaction qui tourne mal, semble plus compatible avec l'état d'esprit spéculatif du *trader* qu'avec l'attitude tempérée de l'investisseur. En fait, de nombreuses pertes parmi les plus importantes des années 90 ont été dues à l'activité de *traders* véreux comme Nicholas Leeson, qui a provoqué la faillite de la banque Barings, Toshihide Igushi, qui fit interdire à la banque Daiwa d'exercer sur le territoire américain, et Robert Citron, qui accula le canton d'Orange à la banqueroute. Bien que le fait d'éviter les stratégies de trading ne constitue pas une garantie contre toute fraude, l'application de programmes d'investissement à plus long terme diminue les risques liés au contrôle pour les intermédiaires financiers.

Une structure de rémunération défaillante contribua aux dangers encourus par le programme de prêt de titres du Common Fund. First Capital Strategists empocha entre 25 et 33 % des profits générés en exposant au risque les capitaux des institutions membres du Common Fund. En fait, First Capital a triché en instaurant une règle du type : « Pile, je gagne ; face, tu perds ». Comme l'entreprise ne partageait pas les pertes, ses employés étaient fortement incités à recommander et à appliquer des stratégies risquées.

Mais ces questions de rémunérations n'expliquent qu'une partie du problème. Le Common Fund participait en toute connaissance de cause aux activités risquées de First Capital Strategists. Avant la débâcle attribuée à Kent Ahrens, deux événements

mirent en lumière la nature extrêmement risquée des véhicules d'investissement choisis. En août 1987, First Capital subit une perte de 2,5 millions de dollars en spéculant sur une OPA hostile finalement avortée sur Caesar's World. Bien que First Capital ait remboursé cette perte au Common Fund, la transaction soulignait les risques impliqués dans « l'arbitrage » de restructuration d'entreprise. Plus tard, début septembre 1989, First Capital commença à accumuler une position dans l'OPA malheureuse entreprise par les employés de United Airlines pour prendre le contrôle de la société. Finalement liquidée avec une perte de 2,6 millions de dollars pour le Common Fund, cette position fit que le résultat du prêt de titres pour l'année fiscale 1990 se solda par une perte de 577 600 dollars. Les incidents de Caesar's World et de United Airlines ont obligé les conseillers du Common Fund à devenir très conscients des risques associés aux programmes de prêt de titres de First Capital.

Dans le fond, Le Common Fund a exercé un effet de levier sur ses capitaux en participant au prêt de titres, empruntant des fonds (les liquidités déposées en garantie par les emprunteurs de titres) et assurant les prêts avec les actions et les obligations des institutions membres. First Capital investissait les liquidités associées aux prêts dans des instruments risqués, espérant générer des plus-values. Bien que les dangers inhérents aux activités de trading et les problèmes associés à une structure de rémunération défaillante aient apporté la contribution la plus visible au désastre financier du Common Fund, la racine du problème tire son origine dans l'utilisation inappropriée de l'effet de levier implicite du programme de prêt de titres.

CONCLUSION

Le fait de placer les objectifs d'allocation d'actifs au centre du processus de gestion du portefeuille augmente les probabilités de réussite de l'investissement. Les techniques de rééquilibrage appliquées avec discipline engendrent des portefeuilles qui reflètent les caractéristiques de rendement et de risque formulées dans la politique d'investissement. Des approches moins rigoureuses de la gestion de portefeuille garantissent presque que l'allocation d'actifs effective diffère des niveaux désirés, conduisant à des résultats peu susceptibles de satisfaire aux objectifs de l'institution.

Les opportunités d'investissement attractives contiennent fréquemment des éléments d'illiquidité, introduisant une certaine rigidité dans l'allocation des actifs d'un portefeuille. En poussant les investisseurs à détenir des positions incompatibles avec les niveaux d'allocation ciblés, les actifs illiquides font que les caractéristiques

du portefeuille global dévient des niveaux désirés, créant des difficultés pour l'activité de rééquilibrage.

La recherche d'une gestion active introduit des frictions entre les performances de l'investissement et celles du benchmark. Les investisseurs sensés prennent bien soin d'identifier les déséquilibres du portefeuille, s'assurant que les divergences résultent de choix délibérés et non d'anomalies intervenues lors de la construction du portefeuille. Les portefeuilles normaux et les fonds complémentaires aident les gestionnaires à comprendre et à contrôler les partis pris de la gestion active.

Bien que les programmes de gestion active réussis finissent par créer de la valeur, les investisseurs peuvent traverser entre-temps des périodes de sous-performance. De nombreuses stratégies d'investissement bien pensées exigent des horizons de placement de trois à cinq ans, ce qui présente la possibilité que même des décisions intelligentes paraissent irresponsables à court terme. Lorsque les mouvements de marché vont à l'encontre de positions déjà initiées, les investisseurs aux reins solides en ajoutent d'autres, augmentant le profit issu de la gestion active. À l'opposé, les investisseurs sensés coupent les positions gagnantes, évitant ainsi une exposition excessive aux stratégies ayant récemment surperformé. Le rééquilibrage permanent s'avère être une mesure de contrôle du risque efficace.

L'effet de levier contient la potentialité d'ajouter de la valeur ou de faire des dégâts, créant un danger particulier pour les investisseurs appliquant des stratégies à long terme. Keynes nous avertit que « … celui qui veut investir sans se préoccuper des fluctuations momentanées du marché a besoin pour sa sécurité de ressources plus importantes et ne peut donc, au moins avec de l'argent emprunté, opérer sur une échelle aussi considérable »[1]. Les administrateurs s'efforcent d'identifier et d'évaluer les sources explicites et implicites de levier du portefeuille, cherchant à s'assurer que l'effet de levier influence le portefeuille dans des limites acceptables.

De nombreux désastres financiers de ces dernières années sont dus à un effet de levier rampant sous les caractéristiques apparentes du portefeuille. Le Common Fund a fait un usage explicite de l'effet de levier dans ses programmes risqués de prêt de titres, exposant les capitaux des institutions d'enseignement à un haut niveau de risque en échange de rendements espérés très modestes. David Askin a utilisé un effet de levier explicite supplémentaire au levier implicite inhérent à ses positions sur les produits dérivés de titres hypothécaires, transformant ainsi une perte importante en faillite complète. Éviter les désastres financiers qui font la Une des journaux exige une compréhension approfondie des sources et de l'ampleur de l'exposition à l'effet de levier.

---

1. Keynes, *General Theory*, 157 (traduction de Jean de Largenaye).

Servir les objectifs de l'institution demande une application rigoureuse de la politique d'allocation d'actifs, centrée sur un rééquilibrage régulier afin de s'assurer que les caractéristiques du portefeuille correspondent aux niveaux d'allocation désirés. De nombreuses activités entreprises par les gestionnaires de fonds institutionnels créent des frictions qui font dévier les performances du portefeuille des résultats attendus. Les investissements illiquides offrent souvent des opportunités d'investissement attractives pour une gestion active, tout en posant de sérieux problèmes au processus de rééquilibrage. Les investisseurs utilisant des stratégies de gestion active exposent les capitaux à des différences de performance avec celles du benchmark. L'utilisation de l'effet de levier amplifie les résultats, risquant d'altérer les caractéristiques du portefeuille d'une manière imprévue par les analyses concernant l'allocation d'actifs. Les investisseurs sensés rééquilibrent régulièrement leurs portefeuilles, considèrent avec prudence les opportunités de gestion active et limitent l'effet de levier.

7

Les classes d'actifs traditionnelles

La définition d'une classe d'actifs utilise à la fois l'art et la science pour essayer de regrouper des instruments financiers de nature similaire, cherchant au final à constituer un éventail relativement homogène d'opportunités d'investissement. Des classes d'actifs correctement définies incluent des groupes de positions qui fournissent collectivement une contribution cohérente au portefeuille d'un investisseur.

Les classes d'actifs traditionnelles partagent un certain nombre de caractéristiques essentielles. Tout d'abord, elles apportent des caractéristiques de base, précieuses et bien différenciées, à un portefeuille d'investissement. Ensuite, les actifs traditionnels reposent fondamentalement sur des performances générées par le marché et non sur une gestion active des portefeuilles. Enfin, les classes d'actifs traditionnelles sont issues de marchés vastes, liquides et cotés en continu.

Les caractéristiques de base, précieuses et bien différenciées apportées par les classes d'actifs traditionnelles vont de la production de rendements espérés substantiels à la protection contre les crises financières. Les investisseurs attentifs définissent les différentes expositions de leur portefeuille aux classes d'actifs de façon suffisamment précise pour pouvoir s'assurer que le véhicule d'investissement joue correctement son rôle, mais également suffisamment large pour pouvoir y inclure une quantité d'actifs suffisante.

Les classes d'actifs traditionnelles reposent fondamentalement sur des performances générées par le marché, apportant la certitude que les différentes composantes du portefeuille remplissent la mission qui leur est assignée. Dans les cas où la gestion active s'avère essentielle à la performance d'une classe d'actifs particulière, l'investisseur compte sur un talent exceptionnel ou sur la chance pour produire des résultats. Si un gestionnaire actif démontre un talent médiocre ou de la malchance, l'investisseur subit l'incapacité de la classe d'actifs concernée à atteindre ses objectifs.

Comme les classes d'actifs traditionnelles dépendent de performances générées par le marché, les investisseurs sont obligés de se reposer sur un hasard heureux ou sur l'expertise supposée de certains intermédiaires financiers.

Les titres traditionnels s'échangent sur des marchés vastes, liquides et cotés en continu. Les marchés vastes assurent un choix étendu. La profondeur de marché implique un volume d'offres conséquent pour chaque position. La cotation en continu assure aux investisseurs l'accès aux opportunités d'investissement. Les classes d'actifs traditionnelles appartiennent à des marchés établis de longue date.

Les classes d'actifs traditionnelles comprennent les actions et les obligations. Les classes d'actifs que les investisseurs utilisent pour générer les performances de leurs portefeuilles incluent les actions domestiques, les actions des marchés des pays développés et les actions des pays émergents. L'exposition aux actions peut être modulée par la détention d'obligations d'État, qui constituent une protection contre les crises financières. Les classes d'actifs traditionnelles apportent quelques-unes des pierres de construction dont les investisseurs ont besoin pour bâtir un portefeuille bien diversifié.

Les descriptions des classes d'actifs traditionnelles aident les investisseurs à comprendre le rôle que différents véhicules d'investissement jouent dans un portefeuille. En estimant les rendements espérés et les risques d'une classe d'actifs, sa réaction probable à l'inflation et son interaction avec d'autres classes d'actifs, les investisseurs développent la connaissance exigée pour bâtir un portefeuille. Une mise en lumière des questions entourant la convergence d'intérêt entre les émetteurs de titres et leurs détenteurs illustre les pièges et les profits potentiels associés à la participation à certaines classes d'actifs.

LES ACTIONS DOMESTIQUES

L'investissement dans des actions domestiques représente la propriété de parts d'entreprises américaines. La détention d'actions américaines constitue le cœur de la plupart des portefeuilles individuels et institutionnels, ce qui fait que les hauts et les bas de Wall Street conditionnent les performances de nombreux investisseurs. Bien qu'un nombre impressionnant d'intervenants se repose beaucoup trop sur les actions cotées, les actions américaines méritent une position prédominante dans les portefeuilles d'investissement.

Les actions domestiques jouent un rôle central dans les portefeuilles d'investissement pour d'excellentes raisons théoriques et pratiques. Les caractéristiques des rendements espérés des actions correspondent bien au besoin de générer une croissance substantielle du portefeuille avec le temps. Pour autant que l'histoire puisse servir de guide, les rendements à long terme encouragent les investisseurs à détenir des actions. Les données sur 203 ans de Jeremy Siegel montrent que les actions américaines ont rapporté 8,4 % par an, alors que les 80 ans de données rassemblées par Roger Ibbotson montrent un rendement annuel de 11,1 %[1]. Aucune autre classe d'actifs ne possède un historique de performance à long terme aussi impressionnant.

Le succès des portefeuilles à dominante actions sur le long terme répond aux attentes formulées par les principes financiers fondamentaux. Les investissements en actions promettent des rendements plus élevés que les investissements en obligations, quoiqu'à court terme l'espérance de rendements plus élevés soit parfois déçue. Sans surprise aucune, les données historiques des rendements en général élevés des marchés actions comprennent quelques périodes assez longues qui rappellent aux investisseurs l'inconvénient de la détention d'actions. Dans la structure du capital d'une entreprise, les actions représentent un actif dont les droits ne peuvent être réclamés qu'après satisfaction de tous les autres créanciers. Le risque plus élevé associé aux actions conduit les investisseurs rationnels à en exiger des rendements espérés supérieurs.

Les actions démontrent un certain nombre de caractéristiques attractives qui aiguisent l'intérêt des investisseurs. Les intérêts des actionnaires et des dirigeants de l'entreprise ont tendance à converger, ce qui permet aux actionnaires externes d'être réconfortés par le fait que les activités de l'entreprise vont profiter à la fois à ses actionnaires et à ses dirigeants. Les actions fournissent en général une protection contre les accès inattendus d'inflation, bien que cette protection s'avère être notoirement problématique sur le court terme. Enfin, les actions s'échangent sur des marchés vastes et liquides, offrant aux investisseurs l'accès à un éventail impressionnant d'opportunités. L'investissement dans les actions mérite une étude sérieuse, car elles fixent à beaucoup d'égards la référence à partir de laquelle les observateurs des marchés évaluent d'autres choix d'investissement.

---

1. Ces 203 ans correspondent aux 200 ans de données du livre de Siegel *Stocks for the Long Run*, plus les rendements des trois années suivantes tels que décrits dans la série de données d'Ibbotson.

La prime de risque des actions

La prime de risque des actions, définie comme étant le rendement supplémentaire revenant aux détenteurs d'actions en échange de leur acceptation du risque supérieur à celui des investissements obligataires, représente l'une des variables les plus importantes du monde de l'investissement. Comme toutes les mesures anticipatrices, la prime de risque reste enveloppée des incertitudes de l'avenir. Pour obtenir des indices sur ce que l'avenir leur réserve, les investisseurs sérieux examinent les caractéristiques du passé.

Le professeur Roger Ibbotson, de la Yale School of Management, fournit un ensemble de statistiques des marchés financiers largement utilisé qui reflète un rendement annuel différentiel de 5,7 % entre les actions et les obligations sur une période de 80 années[1]. Les données sur 203 ans de Jeremy Siegel, professeur à Wharton, montrent une prime de risque de 3 % par an[2]. Peu importe le chiffre exact, les primes de risque historiques indiquent que les détenteurs d'actions ont profité de rendements supérieurs à ceux des détenteurs d'obligations[3].

Le montant de la prime de risque est très important pour la décision d'allocation d'actifs. Bien que les données passées puissent servir de guide en la matière, les investisseurs attentifs les interprètent avec prudence. Une étude de Philippe Jorion et William Goetzmann sur le biais dû aux faillites met en évidence la nature originale du marché actions américain. Les auteurs étudient le comportement de trente-cinq marchés différents sur une période de plus de 75 ans, observant que « des perturbations majeures ont touché presque tous les marchés étudiés, à l'exception de quelques-uns dont le marché américain » [4].

L'activité plus ou moins ininterrompue du marché actions américain durant les XIX^{e} et XX^{e} siècles contribua à ses résultats supérieurs à ceux des autres marchés. Jorion et Goetzmann montrent que le marché américain a généré 4,3 % de plus-value réelle par an de 1921 à 1996. À l'inverse, les autres pays, dont la plupart ont subi des traumatismes économiques ou militaires, ont affiché une plus-value moyenne de

---

1. Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 2006 Yearbook*, Chicago, Ibbotson Associates, 2003 : 27–28.
2. Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*, New York, McGraw Hill, 2002, 6.
3. Voir les pages 55–58 pour les données sur les rendements des actions et des obligations d'Ibbotson's et de Siegel.
4. William N. Goetzmann and Philippe Jorion, "A Century of Global Stock Markets", NBER Working Paper Series, Working Paper 5901, National Bureau of Economic Research, 1997, 16.

seulement 0,8 % par an. Les observateurs sérieux replacent le comportement exceptionnel du marché actions américain dans un contexte plus large et moins brillant.

Même si les investisseurs acceptent les données historiques telles qu'elles sont présentées, il existe des raisons de douter de la valeur du passé comme guide pour l'avenir. Observez la performance du marché actions durant les deux siècles écoulés. Les rendements sont constitués d'une combinaison de dividendes, d'inflation, de croissance réelle des dividendes et d'une appréciation des niveaux de valorisation. D'après une étude de Robert Arnott datant d'avril 2003, intitulée très justement « Dividends and the Three Dwarfs » (« Les dividendes et les trois nains »), les dividendes produisent la plus grande part des rendements à long terme des actions. Des 7,9 % de rendement annuel produits durant les cent ans couverts par l'étude d'Arnott, 5 points de pourcentage viennent des dividendes. L'inflation entre en compte pour 1,4 point de pourcentage, la croissance réelle des dividendes pour 0,8 et l'appréciation des niveaux de valorisation pour 0,6. Arnott met l'accent sur le fait que l'importance écrasante des dividendes dans les rendements historiques « est en désaccord complet avec l'opinion conventionnelle qui suggère que… les actions apportent tout d'abord de la plus-value et ensuite des revenus »[1].

Arnott utilise ses observations historiques pour en tirer des conclusions quant à l'avenir. Il conclut que, avec des dividendes inférieurs à 2 % (en avril 2003), et à moins que la croissance réelle des dividendes n'accélère ou que la valorisation des actions n'augmente, les investisseurs seront confrontés à un avenir beaucoup moins rémunérateur que le passé. Notez que le dividende du S&P 500 s'élevait à 1,75 % en août 2007. L'observation des dividendes réels ne démontre aucune croissance de 1965 à 2002. Arnott ne place pas beaucoup d'espoir dans le fait qu'une augmentation des dividendes stimule les rendements futurs des actions. Le choix de se reposer sur une croissance des valorisations venant des bénéfices pour une croissance future du marché actions représente un argument bien léger sur lequel construire un portefeuille.

Une simple extrapolation des rendements passés suppose implicitement que les changements dans les valorisations observés dans le passé vont persister à l'avenir. Dans le cas spécifique du marché actions américain, s'attendre à ce que les données historiques puissent servir de guide signifie que les dividendes vont croître à un rythme jamais encore observé, ou que des valorisations toujours plus élevées vont être attribuées aux bénéfices des entreprises. Les investisseurs se reposant sur de telles anticipations sont soumis non seulement à la capacité des entreprises à

---

1. Robert Arnott, "Dividends and the Three Dwarfs," *Financial Analysts Journal 59*, no. 2, 2003, 4.

générer des bénéfices, mais également à la volonté persévérante du marché d'augmenter le prix accordé aux profits des entreprises.

Aussi illogique que cela puisse paraître, un livre populaire sur les marchés haussiers, publié en 1999, épousait le point de vue selon lequel la valorisation des actions continuerait de croître sans interruption, plaidant pour une prime de risque égale à zéro. S'appuyant sur la notion selon laquelle les actions surperforment toujours les obligations sur de longues périodes, James Glassman et Kevin Hassett, dans leur livre *Dow 36 000 : The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*, concluent que les actions ne présentent pas plus de risque que les obligations[1]. Les auteurs ignorent les différences intrinsèques entre les actions et les obligations, différences qui mettent clairement en évidence un risque plus élevé pour les actions. Ils ne prennent pas en compte les comportements des marchés actions étrangers, qui ont parfois cessé toute activité pendant certaines périodes, remettant en question la certitude d'obtenir des performances supérieures en investissant dans les actions. Mais le plus important est peut-être que les auteurs ont surestimé le nombre des investisseurs dont l'horizon de placement est de vingt ou trente ans, et sous-estimé le nombre de ceux qui abandonnent la partie lorsque les marchés actions chancellent.

La théorie financière et l'histoire des marchés financiers fournissent un soutien analytique et pratique à la notion de prime de risque. Sans l'espoir de rendements supérieurs pour les actifs risqués, tout le monde de la finance serait sens dessus dessous. En l'absence de rendements espérés plus élevés pour des actifs fondamentalement plus risqués, les intervenants fuiraient les actions. Par exemple, dans un monde où les actions et les obligations procureraient les mêmes rendements, les investisseurs rationnels opteraient pour les obligations dont le risque est plus faible. Aucun investisseur ne détiendrait des actions, dont les rendements seraient identiques pour un risque plus élevé. La prime de risque doit exister afin que les marchés fonctionnent de manière efficiente.

Bien qu'une prime de risque s'avère nécessaire au bon fonctionnement des marchés, Jorion et Goetzmann soulignent l'influence du biais dû aux faillites sur la perception du niveau de la prime de risque. L'analyse des rendements des actions et des tendances historiques faite par Arnott suggère un rendement espéré des actions en diminution par rapport à celui des obligations. Quel que soit l'avenir de la prime de risque, les investisseurs sensés se préparent à un futur qui différera du passé, la diversification procurant la meilleure protection contre les erreurs d'anticipation des caractéristiques des classes d'actifs.

---

1. James K. Glassman and Kevin A. Hassett, *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*, New York, Random House, 1999.

Le cours des actions et l'inflation

Les actions ont tendance à offrir une protection à long terme contre l'augmentation des prix. Un moyen simple et cependant élégant de comprendre le cours des actions, développé par le prix Nobel James Tobin, compare le coût de remplacement des actifs d'une entreprise à la valeur de marché de ces actifs. À l'équilibre, Tobin affirmait que le ratio du coût de remplacement sur la valeur de marché, qu'il appelait « q », devrait être égal à 1. Si le coût de remplacement dépasse la valeur de marché, les acteurs économiques trouvent moins cher d'acheter les actifs sur le marché que dans l'économie réelle. À l'inverse, si la valeur de marché dépasse le coût de remplacement, les acteurs économiques génèrent des profits en créant des entreprises et en vendant leurs actions sur le marché. En clair, dans des marchés au comportement rationnel, la valeur des actifs d'une entreprise sur le marché devrait égaler le coût de remplacement de ces mêmes actifs dans l'économie réelle.

Dans la mesure où l'augmentation générale des prix (l'inflation) accroît le coût de remplacement des actifs des entreprises, cette inflation devrait se refléter dans le cours des actions. Si l'inflation n'avait pas pour effet d'augmenter le cours des actions, le coût de remplacement nouvellement augmenté dépasserait la valeur de marché, permettant aux investisseurs d'acheter sur le marché des entreprises à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque. Tant que le cours des actions ne reflète pas l'inflation, les entreprises cotées sont des denrées vendues au rabais.

En dépit du lien théorique limpide entre le cours des actions et l'inflation, le marché actions présente un tableau mitigé de cette incorporation de l'inflation dans le cours des actions. Les années 70 fournissent notamment un exemple spectaculaire de l'échec du marché actions à refléter l'augmentation des prix. En 1973 et 1974, l'inflation a érodé le pouvoir d'achat de 37 %, et le cours des actions a baissé de 22 %, frappant les actionnaires des deux côtés en leur infligeant des pertes indexées sur l'inflation s'élevant à 51 %.

Jeremy Siegel observe que le cours des actions « procure une excellente protection à long terme contre l'inflation » et une faible protection à court terme contre l'augmentation des prix[1]. La relation positive à long terme entre l'inflation et le cours des actions vient probablement d'un comportement rationnel, car les intervenants soupèsent le coût d'acquisition des actifs dans l'économie réelle par rapport au coût d'acquisition des mêmes actifs sur les marchés financiers. Et la relation négative à court terme entre l'inflation et le cours des actions doit résulter d'un comportement irrationnel, les investisseurs réagissant à une inflation inattendue en augmentant le

1. Siegel, *Stocks for the Long Run*, 210.

rabais appliqué aux bénéfices futurs sans les indexer sur l'inflation. Bien que l'histoire des marchés financiers soutienne l'observation de Siegel, la différence entre les réactions à court terme et à long terme du cours des actions à l'inflation crée un paradoxe. Comme le long terme n'est qu'une succession de courtes périodes, aucune théorie n'explique à la fois la performance médiocre à court terme et la bonne performance à long terme des actions en tant que protection contre l'inflation. Dans tous les cas, les investisseurs recherchant un abri à court terme contre l'inflation ont pris l'habitude de ne pas choisir la détention d'actions cotées.

La convergence d'intérêts

Les actions démontrent un certain nombre de caractéristiques qui tendent à servir les objectifs des investisseurs. La convergence d'intérêts entre les dirigeants d'entreprise et les actionnaires est de bon augure pour les investisseurs sur actions. Dans la plupart des cas, les managers profitent de la création de valeur pour l'actionnaire, ce qui sert les aspirations financières des investisseurs comme celles des dirigeants. Par exemple, les managers profitent souvent des gains associés à la profitabilité accrue de l'entreprise, indirectement par une augmentation de salaire, et directement par la valorisation des actions qu'ils détiennent personnellement.

Malheureusement, la séparation entre la propriété (par les actionnaires) et la maîtrise des affaires (par le management) dans les entreprises cotées sur les marchés boursiers introduit des problèmes contingents qui apparaissent lorsque les dirigeants font des profits au détriment des actionnaires. Le conflit le plus courant entre les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants vient des dispositions concernant la rémunération de ces derniers. Les dirigeants bénéficient de hauts niveaux de salaire et d'avantages divers, en dehors de toute considération pour la réussite de l'entreprise. Comme les grandes entreprises procurent des rémunérations supérieures à celles qui ont cours dans les entreprises plus petites, les managers recherchent la croissance à tout prix, dans le seul but d'obtenir des rémunérations plus élevées, sans égard pour l'impact de la taille de l'entreprise sur sa profitabilité.

Les dirigeants détournent ainsi des fonds pour leur propre satisfaction aux dépens de la performance de l'entreprise. Les collections d'œuvres d'art, les jets privés, les bureaux somptueux et les appartements de fonction profitent aux cadres supérieurs au détriment des objectifs légitimes de l'entreprise. Les investisseurs grincent des dents en lisant les articles concernant l'obtention d'un prêt personnel de 400 millions de dollars accordé à Bernard Ebber, directeur de Worldcom, par

l'entreprise, et sur le détournement de 600 millions de dollars effectué par Dennis Kozlowski, directeur de Tyco, à des fins personnelles, dont l'achat d'un rideau de douche coûtant 6 000 dollars. Les rémunérations disproportionnées des dirigeants, en argent ou en nature, qu'elles soient légitimes ou non, viennent directement de la poche des actionnaires de l'entreprise.

Cependant, les scandales les plus troublants ne viennent pas des dirigeants qui ont outrepassé les limites, mais de ceux qui se sont constitué un matelas en respectant parfaitement les règles du jeu. L'ancien directeur de General Electric, Jack Welch, s'est couvert de honte à cause d'une prime de départ à la retraite assortie d'avantages personnels extravagants. Commençant par l'usage à vie d'un appartement de 15 millions de dollars acheté par General Electric, la liste inclut le libre accès aux Boeing 737 de l'entreprise, aux hélicoptères, et à une voiture avec chauffeur pour lui et son épouse. Sans doute inquiète à l'idée que les centaines de millions de dollars reçus par M. Welch durant son mandat à la tête de General Electric ne suffisent pas à lui assurer une retraite décente, l'entreprise lui a également fourni des grands vins, des fleurs à profusion, un cuisinier, un majordome et d'autres facilités comprenant des billets d'entrée aux grands événements sportifs et à l'opéra[1]. Même le *Wall Street Journal*, habituellement très complaisant envers ce type de comportements d'entreprise, a qualifié la prime de départ à la retraite de M. Welch de « gadget d'entreprise richissime »[2].

Les excès de rémunération d'Ebber, Kozlowski et Welch ne représentent que la partie émergée de l'iceberg. Un problème plus profond, soulevé par William McDonough, président de la Federal Reserve Bank of New York, réside dans le fait que les augmentations rapides de la rémunération des dirigeants d'entreprise durant les deux dernières décennies traduisent « une politique sociale effroyablement mauvaise, et peut-être même aussi des pratiques morales douteuses ». McDonough a suggéré que les conseils d'administration « devraient tout simplement en conclure que les salaires des cadres supérieurs sont excessifs, et les ajuster à des niveaux plus raisonnables et justifiables »[3].

---

1. Geraldine Fabrikant and David Cay Johnston, "G.E. Perks Raise Issues About Taxes", *New York Times*, 9 September 2002.
2. "Jack's Booty," editorial, *Wall Street Journal*, 10 September 2002.
3. David Leonhardt, "Reining In the Imperial C.E.O.", *New York Times*, 15 September 2002.

Les stock-options

L'utilisation des stock-options comme système de rémunération des managers crée une déconnection subtile entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires. Les schémas de rémunération basés sur les stock-options fonctionnent efficacement lorsque le cours des actions est en hausse, car alors les dirigeants et les actionnaires engrangent tous des gains. Mais la convergence d'intérêts cesse quand les cours baissent, car les dirigeants ne perdent alors que l'opportunité de bénéficier d'une hausse des cours. En fait, les dirigeants ne souffrent aucunement car les conseils d'administration mettent à jour le prix des options pour refléter la nouvelle baisse du cours des actions. À l'inverse de cette perte d'opportunité amortie de la part des dirigeants, lorsque les cours des actions baissent, les actionnaires perdent tout simplement de l'argent. Les schémas de rémunération basés sur les stock-options sont un jeu où les dirigeants des entreprises cotées ne perdent jamais.

Microsoft fournit un exemple frappant de l'utilisation des stock-options pour protéger les employés d'une baisse du cours des actions. En avril de l'an 2000, le directeur général Steve Ballmer était confronté à une baisse du moral des employés, inquiets des conséquences de l'activité anti-trust du Ministère américain de la Justice, et d'un déclin du cours de l'action de 44 % en quatre mois. Afin de stimuler les esprits, Ballmer distribua aux employés plus de 34 000 stock-options valorisées au cours de l'époque. Il écrivit dans un e-mail adressé aux employés : « Nous savons que les stock-options constituent une part importante de notre rémunération ». Tout en affirmant que les options plus anciennes « prendraient de la valeur avec le temps », Ballmer exprimait l'espoir que « ces nouvelles gratifications apporteraient aux gens une plus-value beaucoup plus rapide »[1]. En donnant à l'option un prix d'échéance proche d'un plus bas de 52 semaines, l'entreprise protégeait ses employés du déclin spectaculaire des actions Microsoft. Elle n'a pas apporté un semblable secours à ses actionnaires.

En réaction aux abus de confiance trop nombreux de la fin des années 90, de nombreuses entreprises commencèrent à réviser leur point de vue sur les rémunérations à base de stock-options. Dans un mouvement particulièrement remarquable, en juillet 2003, Microsoft annonça son projet d'éliminer son programme de stock options et de lui substituer un programme limité de distribution d'actions. Contrairement aux stock-options, les actions produisent une convergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, les uns et les autres profitant ou pâtis-

1. Steve Lohr and Joel Brinkley, "Microsoft Management Tells Workers There Will Be No Breakup", *New York Times*, 26 April 2000.

sant ensemble des mouvements de cours. Comme l'a fait remarquer le directeur général Steve Ballmer : « Que ce soit par une politique de dividendes ou par la valorisation de la prise de risque, il est toujours bon que les employés raisonnent le plus possible comme des actionnaires »[1]. Si un nombre important d'entreprises suivent l'exemple de Microsoft, les dirigeants vont probablement mieux respecter les intérêts des actionnaires à l'avenir.

Malgré une convergence générale d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants d'entreprises, il existe encore trop d'abus. Les rémunérations excessives des cadres supérieurs, soit sous la forme directe d'augmentations de salaires, soit sous la forme indirecte d'avantages en nature, remplissent les poches des managers aux dépens des actionnaires. Parfois, comme c'est le cas pour les rémunérations basées sur les stock-options, une déconnection s'établit entre les actionnaires et les dirigeants. La manière la plus sûre de réduire le conflit d'intérêts entre les détenteurs d'actions et les dirigeants des entreprises implique que ces derniers détiennent eux-mêmes des actions. Les investisseurs avisés recherchent les sociétés dont les dirigeants détiennent de nombreuses actions.

Les caractéristiques du marché des actions domestiques

Au 31 décembre 2006, le marché actions américain affichait une capitalisation de 18 200 milliards de dollars, faisant de lui le marché le plus liquide du monde. Le marché était constitué de plus de 6 190 titres, selon la définition du (mal nommé) Wilshire 5000. La taille gigantesque du marché actions américain a poussé les intervenants à le diviser en plusieurs parties. Certains compartiments typiques incluent la taille des capitalisations (petites, moyennes et grandes), le type de titres (valeurs de croissance ou valeurs de rendement), et la nature de l'activité de l'entreprise (services, technologie ou santé, par exemple). Fin 2006, le marché actions américain délivrait un dividende de 1,75 %, un rapport cours/bénéfice[2] de 19,5 et un ratio cours/valeur comptable[3] de 2,5[4].

---

1. Jathon Sapsford and Ken Brown, "J.P. Morgan Rolls Dice on Microsoft Options", *Wall Street Journal*, 9 July 2003.
2. Le ratio cours/bénéfice mesure la valorisation en comparant le cours de l'action d'une entreprise à son bénéfice par action.
3. Le ratio cours/valeur comptable mesure la valorisation en comparant le cours de l'action d'une entreprise à sa valeur comptable (actif moins passif) par action.
4. Source : Wilshire Associates.

Résumé

Les actions américaines représentent un actif de premier choix pour de nombreux investisseurs à long terme. La théorie financière prédit, et l'expérience pratique le démontre, que les actions procurent les meilleurs rendements sur des périodes suffisamment longues. La convergence globale d'intérêts entre les actionnaires et le management sert à la fois les objectifs des actionnaires externes et des managers de l'entreprise. La détention d'actions protège contre l'inflation à moyen et long terme. Les caractéristiques attractives des actions plaident pour qu'elles jouent un rôle significatif dans la plupart des portefeuilles.

Cependant, les investisseurs doivent se garder d'attendre des actions qu'elles démontrent leurs caractéristiques générales dans un laps de temps défini, ou de leur permettre de constituer une part trop importante de leur portefeuille. Il se peut bien que l'histoire surestime l'attractivité des actions américaines. Les rendements des obligations et des liquidités peuvent surperformer ceux des actions pendant de longues années. Par exemple, à partir du plus haut de 1929, les investisseurs en actions ont dû attendre vingt-et-un ans et trois mois pour rattraper les rendements procurés par les obligations[1]. La convergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants d'entreprise est fréquemment rompue. Le cours des actions ne parvient souvent pas à refléter l'augmentation des prix, parfois pendant de longues périodes. Bien que les marchés actions ne procurent pas des rendements stables et indexés sur l'inflation, et que les dirigeants d'entreprise ne servent pas toujours les intérêts des actionnaires, l'investissement en actions demeure au centre des portefeuilles à long terme intelligemment constitués.

LES OBLIGATIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN

Les détenteurs d'obligations du Trésor américain sont propriétaires d'une partie de la dette du gouvernement américain. La détention d'obligations d'État joue un rôle prédominant dans les portefeuilles de produits de taux bien structurés, reflétant les caractéristiques attractives de la garantie du gouvernement en termes de confiance et de crédit, ainsi que le volume significatif de titres obligataires émis par l'État.

---

1. Ibbotson Associates, *2004 Yearbook*, 224, 234.

Comme les obligations du Trésor américain jouissent de la garantie totale du gouvernement, leurs détenteurs ne risquent aucun défaut de crédit. Les détenteurs d'obligations d'État dorment sur leurs deux oreilles, sachant que les intérêts et le remboursement du capital s'effectueront en temps et en heure et sans problèmes. L'absence de risque de défaut de crédit ne libère toutefois pas les détenteurs d'obligations des inévitables fluctuations de cours. Lorsque les taux d'intérêt augmentent, le prix des obligations baisse, car les acheteurs de titres plus anciens effectuent un ajustement qui reflète les taux plus élevés disponibles sur les titres nouvellement émis. Et lorsque les taux d'intérêt baissent, le prix des obligations augmente, car les vendeurs de titres plus anciens proposent un prix plus élevé pour ces titres aux rendements devenus plus attractifs. Parmi tous les investissements risqués, les obligations du Trésor américain sont ceux dont on peut s'attendre au rendement le plus faible, à cause au niveau de sécurité très élevé inhérent à la garantie du gouvernement américain.

Le risque sur les taux d'intérêt

Les obligations rendent souvent les investisseurs perplexes. La relation inverse entre les taux d'intérêt et le cours des obligations (taux qui augmentent = prix qui baissent, et vice-versa) s'avère essentielle à la compréhension du rôle joué par les produits de taux dans un portefeuille d'investissement. Pourtant, les sondages montrent qu'une grande majorité d'investisseurs ne parviennent pas à saisir même les éléments les plus fondamentaux du comportement des obligations. Même des observateurs de marché hautement respectés s'y trompent parfois. Un article des pages du *New York Times* consacrées à l'entreprise, intitulé ironiquement « Mieux comprendre les obligations », affirmait que « la durée et le cours des obligations évoluent dans le même sens que les taux d'intérêt. Une obligation à maturité de sept ans verrait son cours augmenter de 7 % si les taux d'intérêt s'élevaient d'un point de pourcentage. La même obligation perdrait 7 % de sa valeur si les taux d'intérêt baissaient du même montant »[1]. À l'évidence, le *New York Times* décrivait la relation entre les cours et les rendements de manière complètement inversée par rapport à la réalité. Les augmentations des taux d'intérêt provoquent une baisse des cours obligataires, et non leur hausse. Si un journaliste très en vue et bien informé du *New York Times* ne saisit pas la chose, alors que peut-il en être de l'investisseur moyen ?

---

1. Carole Gould, "Better Understanding of Bonds", *New York Times*, 27 August 1995.

La duration mesure la maturité effective d'une obligation, étant donnée la valeur présente des rendements procurés jusqu'à l'échéance du titre[1]. Les obligations d'échéance plus longue démontrent une sensibilité plus élevée aux changements de taux d'intérêt que les obligations d'échéance plus courte. En augmentant la duration d'un portefeuille, les investisseurs obtiennent une exposition plus forte aux changements de taux d'intérêt, créant *grosso modo* un choix équivalent entre une plus grande quantité de titres possédant une duration plus faible et une moins grande quantité de titres avec une duration plus élevée. Les gestionnaires de portefeuille souhaitant réduire le coût d'opportunité dû à la détention de produits de taux, pourraient s'en tenir à la détention d'une allocation réduite à un portefeuille de duration longue, achetant par là à bon marché la diversification que procurent les obligations.

Dans le domaine de l'investissement en obligations du Trésor américain, le risque est principalement lié à l'horizon de placement. Un investisseur dont l'horizon de placement est de six mois va trouver que les bons du Trésor à six mois représentent un investissement sans risque, car il n'existe aucun doute sur le remboursement de la valeur nominale à maturité. Ce même investisseur va trouver les obligations à dix ans assez risquées. Comme les taux d'intérêt changent, la valeur de l'obligation va inévitablement varier, même sur une période de six mois. Une augmentation des taux d'intérêt va signifier une perte pour l'investisseur, alors que leur baisse va lui procurer une manne inattendue.

De la même manière, un investisseur dont l'horizon de placement est de dix ans va être confronté à un risque significatif avec des bons du Trésor à six mois. Ces bons devront être arbitrés dix-neuf fois afin de pouvoir procurer une période de détention ininterrompue de dix ans. Au départ, l'investisseur ne connaît que le rendement des premiers bons à six mois. Les taux des dix-neuf positions roulées suivantes lui sont totalement inconnus. À moins que les investisseurs ne fassent correspondre l'horizon de placement avec la maturité des obligations, les changements de taux d'intérêt ou de cours peuvent éloigner les rendements réels des rendements espérés.

---

1. Le terme « duration » fut utilisé pour la première fois en 1938 par Macaulay, qui développa une formule mathématique permettant de mesurer le comportement moyen d'un titre. La duration est une moyenne pondérée des proportions de la valeur actuelle des rendements attendus par rapport au cours de l'obligation, chaque paiement de ces rendements étant pondéré par la période à laquelle il est attendu.

Le pouvoir de diversification des obligations du Trésor américain

Les titres du Trésor américain fournissent une forme unique de diversification pour les portefeuilles des investisseurs, les protégeant des crises financières et des chocs économiques. Durant l'effondrement des marchés actions d'octobre 1987, quand le marché actions américain plongea de 20 % en une seule séance, les investisseurs recherchèrent le havre de paix que représentent les obligations. Alors que les actions tombaient en chute libre, les obligations connaissaient un rallye impressionnant. Pendant le choc économique entourant la crise des marchés financiers asiatique, russe et américain de 1998, les investisseurs s'engagèrent dans une véritable « fuite vers la qualité » en favorisant la sécurité que procuraient les obligations d'État américaines. De la même manière, au beau milieu de la contraction du crédit d'août 2007, les rendements des bons du Trésor baissèrent de deux points de pourcentage en quelques jours, atteignant même un plus bas de séance à 2,5 %. À cette époque, l'écart entre le LIBOR et les bons du Trésor américain s'éleva à trois points de pourcentage, soit quatre fois plus que l'écart moyen prévalant durant le mois de juin 2007. En temps de crise, les titres d'État procurent le plus haut niveau de protection aux portefeuilles d'investissement.

Mais la protection du portefeuille qu'apportent les obligations d'État se paye cher. Les rendements espérés des produits de taux sont bien plus bas que ceux des actions. Certains investisseurs essaient d'atténuer le coût d'opportunité dû à la détention d'obligations d'État en achetant des obligations d'entreprise aux rendements plus élevés. Malheureusement, les obligations du secteur privé possèdent des caractéristiques telles que le risque de crédit, l'illiquidité et l'optionalité, qui réduisent leur efficacité en tant que couverture contre les crises financières. La pureté des obligations d'État à long terme non remboursables avant échéance apporte la meilleure diversification aux portefeuilles des investisseurs.

La panique de 1998

À la fin de l'été 1998, la crise financière asiatique provoqua un recul marqué des marchés financiers. La forte baisse de juillet s'accéléra en août lorsque la dévaluation et le défaut de crédit de la Russie amplifièrent les craintes des investisseurs. L'effondrement du *hedge fund* LTCM en septembre, pris au piège d'un effet de levier délirant, alimenta encore la tendance baissière, poussant les intervenants à exiger immédiatement liquidité et sécurité.

Pendant cet effondrement mondial du cours des actions, comme le montre le schéma 7.1, l'indice large Wilshire 5000 baissa de 22 % à partir de son plus haut de tous les temps enregistré le 17 juillet jusqu'au creux de marché du 8 octobre. Reflétant une forte préférence pour la qualité et la taille, les actions des grandes capitalisations ont surperformé les petites capitalisations de façon spectaculaire, le S&P 500 surperformant le Russel 2000 de 14 points de pourcentage (–19 % pour –33 %). Les performances des marchés développés étrangers et des marchés émergents n'ont apporté que peu de consolation aux portefeuilles diversifiés, avec des baisses respectives de 21 et 27 %.

Les rendements de différentes classes d'actifs du 17 juillet au 8 octobre 1998

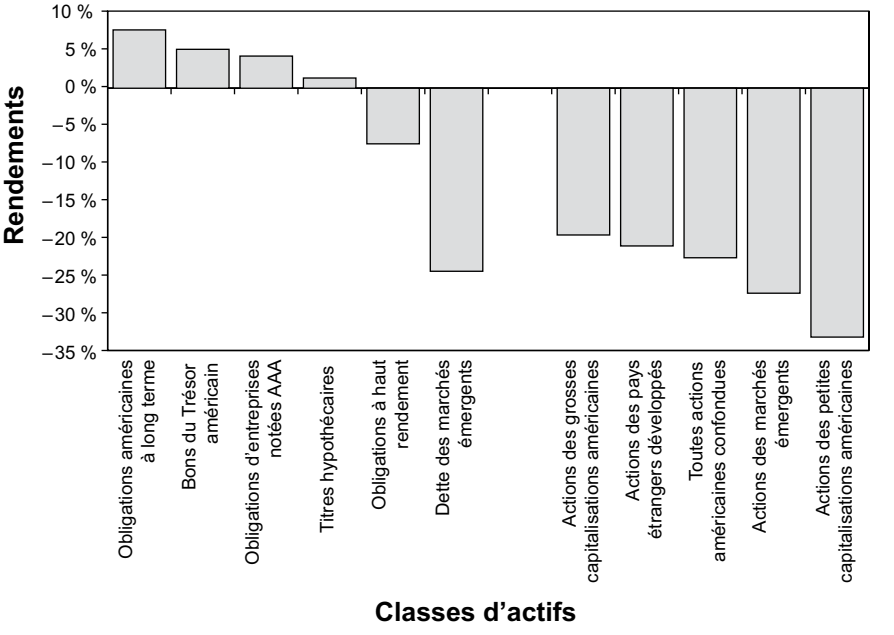


Schéma 7.1 Les obligations d'État protègent les portefeuilles dans les périodes de turbulence des marchés.

En plein tumulte des marchés, les obligations à long terme affichaient des gains substantiels, avec des plus-values de 8 % et une surperformance par rapport à toutes les autres classes d'actifs. Le risque de crédit et l'optionalité ont atténué la performance des crédits hypothécaires et des obligations d'entreprises de haute qualité, limitant leurs plus-values respectives à 2 et 5 %. Les obligations pourries (*junk bonds*) et la dette des pays émergents ont essuyé des pertes, reflétant ainsi le haut

niveau d'exposition au risque actions inhérent aux positions obligataires risquées. Les obligations à haut rendement ont affiché une moins-value de 7 %, et la dette des pays émergents, une moins-value de 24 % sur la période.

Les performances des différentes classes d'actifs pendant la panique de fin 1998 illustrent le pouvoir diversifiant supérieur des purs produits à rendement fixe (à long terme, non remboursables avant échéance et exempts de tout risque de crédit). Dans des circonstances normales, l'exposition au risque de crédit et à l'optionalité augmentent les rendements ; en temps de crise, les obligations d'État procurent la protection que les investisseurs exigent.

Le cours des obligations et l'inflation

Pour ajouter une complexité supplémentaire au monde de l'investissement obligataire, les investisseurs en obligations d'État traditionnelles ne tiennent compte que des rendements sur la valeur nominale. Dans certaines situations, les investisseurs sont principalement attentifs à ces rendements. Par exemple, si un débiteur désire rembourser une obligation à prix fixe, il ne doit verser que le montant de la dette, ni plus ni moins. Des investissements libellés en valeur nominale, comme les obligations d'État, correspondent bien aux responsabilités traditionnelles liées à une dette. Mais si une institution espère maintenir le pouvoir d'achat de son fonds de réserve, elle doit tenir compte de l'inflation. Des investissements sensibles à l'inflation, contrairement aux obligations d'État, remplissent les conditions d'une protection contre l'inflation. Pour les détenteurs de produits de taux traditionnels, les changements de taux d'inflation influencent les rendements après inflation de manière imprévisible, conduisant à des variations entre les résultats anticipés et les résultats réels.

Les investisseurs valorisent les produits de taux de façon à générer des rendements ajustés à l'inflation. Lorsque les taux d'inflation subis par les investisseurs correspondent peu ou prou aux anticipations formulées au commencement de la période de détention, les détenteurs d'obligations reçoivent les rendements après inflation attendus. Lorsque les taux d'inflation dépassent les anticipations, l'inflation inattendue érode le pouvoir d'achat des rendements fixes, ce qui fait que les investisseurs perçoivent des rendements après inflation décevants. Lorsque les taux d'inflation baissent en deçà des attentes, le pouvoir d'achat des investisseurs en est stimulé. Les écarts entre les anticipations originelles de taux d'inflation et les taux réels ont la capacité de provoquer des changements spectaculaires de rendements pour les investisseurs en produits de taux.

Lorsque les attentes en termes d'inflation ne correspondent pas à la réalité, les obligations ont tendance à ne pas se comporter comme les autres actifs financiers. Une inflation inattendue fait baisser les obligations, alors qu'elle profite finalement aux actions. Une déflation inattendue fait monter le cours des obligations et nuit aux actions. Les obligations procurent la meilleure diversification par rapport aux actions dans les cas où l'inflation constatée diffère grandement de ses niveaux anticipés.

La convergence d'intérêts

Les intérêts des investisseurs en obligations d'État s'avèrent plus proches de ceux du gouvernement américain que les intérêts des investisseurs en obligations d'entreprises ne le sont de ceux de leurs émetteurs. Le gouvernement n'a aucune raison de défavoriser les détenteurs d'obligations. Par nature, toute action entreprise pour réduire la valeur des obligations d'État représente un transfert de capitaux des détenteurs vers les non détenteurs. En fait, si toute la dette était détenue par les résidents américains, les avantages ou les inconvénients des changements dans la valeur des obligations revenant au gouvernement équilibreraient les avantages et les inconvénients revenant aux détenteurs. Cela conduirait simplement à des transferts de capitaux d'un groupe de citoyens (les contribuables ou les détenteurs d'obligations) vers un autre groupe de citoyens (les détenteurs ou les contribuables). De plus, si le gouvernement désavantageait les investisseurs en obligations, son accès futur aux marchés de crédit en serait affaibli. L'inquiétude en ce qui concerne la divergence d'intérêts n'empêche donc décidément pas les détenteurs d'obligations d'État de dormir tranquilles.

Les investisseurs en obligations d'État perçoivent en général le gouvernement comme un acteur neutre dans le processus de gestion de la dette. Contrairement aux détenteurs d'obligations d'entreprises, qui n'ont pas leur mot à dire vis-à-vis des émetteurs, les détenteurs d'obligations d'État sont bien traités. Pensez au fait que, de 1975 à 1984, le Trésor américain a proposé une douzaine d'émissions obligataires à trente ans qui comprenaient une possibilité de remboursement anticipé à prix fixe durant les cinq dernières années de vie de l'émission. Pour des raisons économiques, un émetteur rembourse une obligation lorsque le cours de celle-ci est supérieur à sa valeur nominale. Cette procédure élimine une dette dont les intérêts sont chers par rapport aux niveaux du marché, profitant ainsi à l'émetteur et lésant l'investisseur.

À cause de la nature spéciale du rôle du gouvernement sur le marché de la dette, les intervenants se demandaient si le gouvernement procéderait au remboursement anticipé pour des raisons de gestion de la dette ou bien pour se renflouer économi-

quement. Si le gouvernement utilisait la procédure pour gérer sa dette, alors les détenteurs d'obligations étaient confrontés à un risque paradoxal qui pouvait aussi bien déboucher sur un profit que sur une perte. Si le gouvernement utilisait la procédure dans le but de se renflouer, alors les détenteurs d'obligations étaient confrontés à un risque de perte financière.

Les détenteurs d'obligations d'État reçurent la réponse à cette question sur le comportement du Trésor le 14 janvier 2000, lorsque celui-ci annonça le remboursement à parité des obligations d'État 2000-2005 à 8,25 % le 15 mai 2000[1]. Le gouvernement réagissait à des pressions économiques en remboursant une dette aux intérêts élevés afin de diminuer ses charges financières.

Lors des remboursements qui suivirent celui-ci, le Trésor américain a toujours fait état de motifs économiques pour procéder ainsi. Dans l'article du *Public Debt Release* du 15 janvier 2004 banalement titré : « Treasury Calls 9-1/8 Percent Bonds of 2004–09 » (« Le Trésor rembourse les obligations 2004-2009 à 9,125 % »), le gouvernement observait que « ces obligations sont remboursées afin de réduire les coûts de financement de la dette publique. Le taux d'intérêt de 9,125 % est nettement supérieur au coût actuel du crédit pouvant assurer le bon fonctionnement des finances de l'État pendant les cinq années précédant leur maturité. Dans les conditions actuelles du marché, le Trésor estime que l'économie résultant du remboursement de ces obligations et du refinancement de la dette correspondante s'élèvera à environ 544 millions de dollars »[2]. En d'autres termes, la possibilité de refinancer les coupons à 9,125 % à un taux d'intérêt de 3 à 4 % représentait une économie substantielle pour le gouvernement.

Même si le gouvernement a agi à la manière d'un agent économique en remboursant par anticipation les obligations d'État 2004-2009 à 9,125 %, le fait que les investisseurs se demandaient s'il le ferait pour faire des économies sur les intérêts illustre la nature inhabituelle des relations du gouvernement avec ses créanciers. En fait, le programme d'obligations remboursables avant échéance dura à peine dix ans, et n'impliqua qu'une part relativement modeste de la totalité des émissions du gouvernement. De plus, les remboursements par anticipation n'affectaient que les cinq dernières années d'obligations à trente ans, à l'inverse des remboursements beaucoup plus agressifs des émissions obligataires à long terme des entreprises. Il est probable que le Trésor américain a cessé de vendre des obligations remboursables avant échéance afin de renforcer le caractère sécuritaire des produits proposés aux

1. Bureau of the Public Debt, "Treasury Calls 8-1/4 Percent Bonds of 2000–05", http://www.publicdebt.treas.gov/com/com114cl.htm.

2. Bureau of the Public Debt, Press Release of January 15, 2004: "Treasury Calls 9-1/8 Percent Bonds of 2004–09".

intervenants du marché de la dette gouvernementale. De toutes manières, de tous les émetteurs de produits de taux, le gouvernement présente la plus forte convergence d'intérêts avec ses créanciers.

Au 31 décembre 2006, environ 31 % des émissions obligataires du gouvernement représentaient des dettes issues d'entreprises sponsorisées par le gouvernement (ESG). Le Government National Mortgage Association, connu sous le nom de « Ginnie Mae », le Federal Home Loan and Mortgage Corporation, connu sous le nom de « Freddie Mac », et le Federal National Mortgage Association, connu sous le nom de « Fannie Mae », sont les plus grosses ESG. De nombreux intervenants traitent la dette issue des ESG comme les obligations du Trésor. En fait, la qualité de crédit des ESG va du statut de confiance totale dont jouit Ginnie Mae au statut beaucoup moins exaltant de Fannie Mae et Freddie Mac. De nombreuses ESG opèrent dans un domaine se situant entre la garantie absolue du gouvernement et l'incertitude liée au crédit des entreprises. Bien que les probabilités de défaut de crédit des ESG paraissent faibles pour la plupart des observateurs, beaucoup d'obligations d'ESG contiennent des clauses qui peuvent désavantager leurs détenteurs.

Les investisseurs recherchant la pureté de la dette du Trésor américain se retrouvent devant une tâche étonnamment ardue. De nombreux véhicules d'investissement de qualité détiennent de grandes quantités d'émissions d'ESG, car les gestionnaires de ces fonds suivent cette pratique d'investissement déjà ancienne qui consiste à espérer gagner sans risquer de perdre, c'est-à-dire à empocher un rendement supérieur grâce aux émissions des ESG sans exposer leur portefeuille à un risque supplémentaire. La double possibilité de détérioration de la note de crédit et de l'exercice de l'option de remboursement anticipé par les ESG peut nuire aux intérêts des détenteurs. Les investisseurs recherchant une exposition aux produits de taux de grande qualité évitent la dette des ESG et optent pour la pureté des obligations du Trésor américain, garanties par le gouvernent.

Les liquidités

Les investisseurs divisent souvent les actifs à rendement fixe en liquidités et obligations, les premières étant constituées d'instruments financiers de maturité inférieure à un an, et les secondes incluant des instruments de maturité supérieure à un an. Pour les investisseurs dont l'horizon de placement est court, les liquidités représentent les actifs les plus sûrs car les intervenants connaissent la valeur nominale et les rendements réels avec une précision confortable. Cette certitude se paye cher, les rendements enregistrés durant les quatre-vingts dernières années (au

31 décembre 2006) s'élèvent à peine à 3,7 % par an, ce qui donne un bien pâle 0,7 % une fois l'inflation prise en compte.

Comme les investisseurs utilisent fréquemment un horizon d'un an lorsqu'ils entreprennent une analyse de leur portefeuille, les liquidités entrent naturellement dans la matrice de calcul des rendements des marchés financiers, poussant de nombreux investisseurs à long terme à considérer, à tort, les liquidités comme des actifs dénués de tout risque. Si les investisseurs entreprenaient leurs analyses sur des périodes correspondant mieux à leur horizon de placement, les liquidités leur paraîtraient plus risquées.

Certains investisseurs défendent l'idée selon laquelle les liquidités sont indispensables aux portefeuilles de fonds de réserve, sans tenir compte de la liquidité déjà importante des portefeuilles institutionnels. Le versement des intérêts, des dividendes et des loyers fournit en effet des quantités importantes de liquidités, favorisant la capacité des fonds d'investissement à assumer les prélèvements nécessaires au budget de l'institution. Le turnover naturel des actifs procure une autre source de liquidités. Les obligations arrivent à maturité, les entreprises fusionnent et les participations privées deviennent liquides en s'introduisant en bourse, tout cela constituant des sources supplémentaires de liquidités. Les décisions de retrait des fonds confiés à un gestionnaire créent encore une occasion de fournir des liquidités. Enfin, dans le cas où les rendements fixes, le turnover naturel des actifs et l'abandon de certains gestionnaires généreraient une quantité insuffisante de liquidités pour pouvoir assumer les prélèvements nécessaires, les investisseurs ont toujours la possibilité de vendre directement des actifs. Les coûts de transaction modestes subis lors de cette vente pâlissent devant le manque à gagner formidable que constitue la détention permanente de liquidités dans un portefeuille institutionnel. Sur la base de leurs rendements réels médiocres et de leur incapacité à servir d'actifs dénués de risque pour les investisseurs à long terme, les liquidités ne peuvent en aucun cas jouer un rôle significatif dans un portefeuille de fonds de réserve correctement constitué.

Les caractéristiques du marché des obligations du Trésor américain

Au 31 décembre 2006, les obligations d'État américaines totalisaient 3 200 milliards de dollars, dont 2 200 milliards représentaient des obligations garanties par le Trésor et 1 milliard, la dette d'ESG. Les obligations d'État s'échangent sur le marché le plus liquide et le plus efficient du monde.

L'univers des obligations d'État affichait fin 2006 un rendement à maturité[1] de 4,9 %, pour une maturité moyenne de 6,9 ans et une duration de 5 ans. Les émissions des ESG promettaient un rendement de 5,1 % par an, pour une maturité moyenne de 5,1 ans et une duration de 3,5 ans.

Résumé

Les obligations d'État américaines sont une forme inimitable de diversification pour un portefeuille, servant de protection contre les accidents financiers et une déflation inattendue. Aucun autre type d'actifs ne peut être comparé au pouvoir de diversification créé par les obligations à long terme du gouvernement américain, non remboursables par anticipation et exemptes de risque de défaut.

Les investisseurs paient le prix fort pour profiter de ce pouvoir diversifiant des obligations d'État. La sécurité sans faille apportée par la dette du Trésor fait que les investisseurs doivent s'attendre à des rendements inférieurs à ceux d'actifs plus risqués. Alors que les détenteurs d'obligations d'État à long terme tirent profit d'une baisse des taux d'inflation, ils sont perdants dans un environnement de hausse inattendue de l'inflation. Leurs rendements modestes et leur sensibilité négative à l'inflation plaident pour une allocation réduite de cette classe d'actifs dans les portefeuilles à long terme.

LES MARCHÉS ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS

Les investissements sur les marchés actions des pays développés procurent les mêmes rendements espérés que le marché actions américain. Mais les investissements outre-mer présentent deux caractéristiques essentielles qui les différencient des placements domestiques. Tout d'abord, les marchés de régions du monde différentes réagissent à des forces économiques différentes, ce qui fait que les rendements se comportent différemment d'une région à l'autre. Ensuite, l'investissement sur des marchés extérieurs aux États-Unis expose les investisseurs américains aux fluctuations des devises étrangères, ajoutant une variable supplémentaire à l'équation.

1. Le rendement à maturité est le taux de rendement prévu si l'on conserve le titre jusqu'à sa date de maturité.

Les marchés actions des économies développées partagent des niveaux de rendement similaires. La similitude des infrastructures économiques, des moteurs de performance et de la libéralisation des flux du travail, des biens et des services au-delà des frontières se combinent pour faire espérer aux investisseurs des résultats à long terme semblables pour les marchés actions des pays développés. Bien que l'enthousiasme des investisseurs pour tel ou tel pays aille et vienne au gré de ses performances récentes, les investisseurs peuvent s'attendre, sur de longues périodes, à des rendements comparables de la part des marchés nord-américain, européen et asiatique.

En fait, depuis la création en 1970 des indices Europe et Europe, Australie et Extrême-Orient (EAFE) de Morgan Stanley Capital International (MSCI), qui retracent la performance des marchés actions hors États-Unis, ces pays ont généré des performances de 10,8 % par an à comparer aux 11,2 % du S&P 500 américain. Bien que les résultats des marchés domestique et étrangers soient voisins, les États-Unis jouissent d'une légère marge de supériorité. Comme de telles comparaisons de performances sont très sensibles aux dates de début et de fin de période d'analyse, la conclusion la plus raisonnable soutient l'hypothèse d'une équivalence approximative entre les rendements des actions domestiques et internationales.

Le pouvoir de diversification des marchés actions des pays développés

L'absence de corrélation entre les marchés étrangers et le marché américain permet une diversification précieuse aux investisseurs. Certains observateurs spéculent sur le fait que le processus global d'intégration économique pousse les marchés actions nationaux à se comporter de plus en plus de manière identique, ce qui conduit à une diminution de la diversification espérée. Comme preuve de la corrélation accrue entre les marchés, les sceptiques de cette diversification font référence au comportement des marchés lors du krach de 1987 et des crises financières de 1998. Dans les deux cas, les marchés actions du monde entier ont affiché des baisses importantes et similaires. Cependant, les baisses de 1987 et de 1998 constituent des événements à court terme durant lesquels les intervenants expriment une préférence extrêmement forte pour la liquidité et la qualité. Après une brève période durant laquelle de nombreux marchés développés ont agi de concert, les marchés ont recommencé à fluctuer en fonction de moteurs de performance nationaux spécifiques.

Observez les rendements relatifs des marchés actions américain et japonais. Dans les années 80, le Japon a dominé tous les autres marchés actions, rapportant 28,4 % par an contre 16,5 % pour les autres marchés internationaux hors États-Unis, et 17,4 % pour le marché américain. Vers la fin de cette hausse extraordinaire des actions japonaises, le Japon possédait la plus grosse capitalisation boursière du monde, dépassant même le marché américain par la taille.

Dans les années 90, la bonne fortune du Japon s'est retournée. Pendant la dernière décennie du XX^e siècle, l'économie japonaise s'est effondrée, contribuant à une baisse du marché actions de 0,9 % par an. À l'inverse, les autres marchés hors États-Unis ont rapporté 13,5 % par an, et le marché américain, un rendement étonnant de 18,2 %. Le marché japonais baissant, ce pays perdit sa position dominante sur les marchés actions, repassant si loin derrière le marché américain qu'à un moment donné, sa capitalisation valait moins du cinquième de la capitalisation du marché actions américain. En clair, les investissements sur les marchés nationaux se comportent différemment, générant des performances qui diffèrent les unes des autres, permettant ainsi une diversification des portefeuilles.

L'exposition aux devises étrangères

Les investisseurs en actions étrangères subissent le risque de change en tant que partie intégrante de leur exposition aux marchés actions d'outre-mer. Les investisseurs réalistes s'attendent à ce que les différences de change ne modifient rien aux performances d'investissement. Même si les pronostiqueurs remplissent des pages et des pages en tentant de prédire l'avenir des taux de change entre devises, personne ne sait vraiment dans quel sens elles vont évoluer. Les investisseurs sensés évitent de spéculer sur les devises.

Certains observateurs suggèrent que les détenteurs d'actions étrangères devraient systématiquement se couvrir contre le risque de change. Malheureusement, les couvertures s'avèrent difficiles à mettre en place car les gestionnaires d'actions étrangères sont confrontés à des durées de détention incertaines et ne peuvent prévoir la taille de leurs positions futures, créant ainsi des problèmes de calcul de l'échéance et de l'ampleur de la couverture. Le résultat en est que les investisseurs en actions étrangères assument au moins une partie du risque de change inhérent à leur engagement sur cette classe d'actifs.

Heureusement, les théoriciens financiers concluent qu'une certaine exposition au risque de change est favorable à la diversification d'un portefeuille. Sauf dans le

cas où les devises étrangères constituent plus de 20 ou 25 % des actifs du portefeuille, l'exposition aux autres devises sert à réduire le risque global de ce dernier. Au-delà de 20 à 25 %, l'exposition au risque de change constitue une source de risque supplémentaire, suggérant une action correctrice.

La course à la performance

Les investisseurs ont tendance à rechercher une diversification lorsque les principaux actifs de leur portefeuille les déçoivent, que ce soit en termes relatifs ou absolus. Par exemple, de 1998 à 2003, une période durant laquelle les marchés étrangers ont sous-performé, affichant un rendement global de –18,5 % à comparer aux –6,4 % du marché américain dans son ensemble, les fonds de réserve des *colleges* ont conservé une allocation relativement stable aux marchés actions hors États-Unis. Le fait que les allocations aux actions étrangères aient été maintenues dans une fourchette étroite de 12,5 à 13,8 % pendant cette période indique que les investisseurs pratiquaient une saine activité de rééquilibrage. Mais à l'inverse d'un rééquilibrage rationnel face à une performance relative médiocre, lorsque les marchés étrangers décollèrent en 2004, les allocations à ces marchés augmentèrent également. De 2004 à 2006, c'est-à-dire durant trois années, les marchés actions hors États-Unis générèrent des rendements de 23,9 % par an et les marchés émergents, des rendements de 35,8 %, dominant totalement les rendements de 13,1 % du marché américain. En réaction, les gestionnaires de fonds de réserve des *colleges* ont entrepris une chasse à la performance, propulsant les allocations aux actions étrangères de 13,8 % en 2003 à 15,6 % en 2004, 17,4 % en 2005 et enfin 20,1 % en 2006. Les stratégies basées sur le momentum se terminent mal en général.

Une performance relative élevée des actions étrangères a poussé les gestionnaires de fonds de réserve à augmenter spectaculairement les placements actions hors États-Unis, les investisseurs citant la diversification comme prétexte au boom des allocations aux actions étrangères. Une performance décevante des actifs de diversification peut faire que les investisseurs diminuent les allocations au plus mauvais moment. Les investisseurs sensés recherchent la diversification en tant que politique de réduction du risque, et non comme une tactique de chasse à la performance. En suivant avec discipline une politique de conservation d'un portefeuille correctement diversifié, indépendamment des hauts et des bas des marchés, les investisseurs mettent en place les conditions de leur réussite à long terme. En fait, en tenant compte des conditions de marché, les investisseurs augmentent leurs chances de succès en se

diversifiant dans des classes d'actifs qui ont subi des performances médiocres. Dans tous les cas, les actions étrangères représentent un outil important de réduction du risque du portefeuille sans sacrifier pour autant les rendements espérés.

Le cours des actions étrangères et l'inflation

Les investisseurs en actions domestiques sont confrontés à un paradoxe concernant l'inflation : les actions semblent procurer une bonne protection à long terme contre l'inflation, tout en paraissant offrir une faible protection à court terme. Les investisseurs en actions étrangères ne rencontrent pas ce problème. Le lien entre l'inflation domestique et les rendements des actions étrangères traduits en dollar est si ténu qu'il fait des actions étrangères une couverture tout à fait inutile contre l'inflation.

La convergence d'intérêts

À première vue, la convergence d'intérêts entre les investisseurs américains et les entreprises étrangères ressemble à celle qui existe entre les premiers et les entreprises américaines. D'une manière générale, chez eux comme à l'étranger, les investisseurs en actions peuvent s'attendre à ce que les dirigeants d'entreprise soient attentifs aux intérêts des actionnaires.

Même si les scandales d'Enron et de Worldcom, parmi d'autres, soulignent les imperfections de la gouvernance d'entreprise américaine, le fait est qu'une forte convergence d'intérêts existe entre les actionnaires et les dirigeants américains. Dans l'ensemble, les dirigeants étrangers sont moins exclusivement centrés sur la génération de profits. Dans certains pays, les normes culturelles conduisent à une plus grande attention aux besoins des partenaires sociaux tels que les salariés, les prêteurs et la communauté nationale en général. Dans d'autres pays, des structures de gouvernance médiocres permettent aux actionnaires majoritaires de détourner les ressources à leur profit, lésant ainsi les actionnaires minoritaires. Bien qu'une convergence d'intérêts moins forte entre les dirigeants d'outre-mer et leurs actionnaires constitue un désavantage pour les détenteurs d'actions étrangères, les avantages constitués par un accroissement des opportunités d'investissement plaide en faveur de l'inclusion de titres étrangers dans les portefeuilles des particuliers.

Les caractéristiques du marché actions des pays développés

Au 31 décembre 2006, les marchés actions des pays développés totalisaient 23 800 milliards de dollars, d'après les mesures statistiques de MSCI. Les vingt-deux pays appartenant au panel de pays développés hors États-Unis de MSCI dépassaient ensemble la capitalisation boursière du marché américain, qui s'élevait alors à 18 200 milliards de dollars. Le Japon dominait les autres pays étrangers avec une capitalisation de 5 000 milliards de dollars. Le Royaume-Uni (3 800 milliards), la France (2 400 milliards), le Canada (1 800 milliards) et l'Allemagne (1 600 milliards) représentaient d'autres marchés importants. L'Europe comptait pour 63 % du monde hors États-Unis, l'Asie pour 26 %, le Canada pour 7 % et l'Australie/Nouvelle-Zélande pour 5 %.

Globalement, les marchés actions des pays développés affichaient un dividende de 2,4 %, un PER de 16 et un ratio cours/valeur comptable de 2,7. Des variations régionales existaient. Les actions européennes rapportaient un dividende de 2,7 %, à comparer au 1,1 % des actions japonaises, alors que les titres européens affichaient un PER de 14,5 et un ratio cours/valeur comptable de 2,6, à comparer aux ratios respectifs de 21,2 et 2,1 du Japon.

Résumé

Comme les rendements espérés des marchés des pays développés correspondent approximativement à ceux du marché américain, les investisseurs prennent des positions sur les marchés actions des pays développés principalement pour apporter une diversification à leur portefeuille. La source la plus importante de diversification provient du fait que les forces qui dirigent les marchés actions étrangers diffèrent de celles qui meuvent le marché américain. L'exposition aux devises étrangères ajoute une mesure supplémentaire de diversification aux portefeuilles.

Les investisseurs sensés investissent sur les marchés actions étrangers à n'importe quel moment, sans égard pour leur performance récente. Trop souvent, les intervenants recherchent la diversification promise par les actions étrangères après une période de rendements supérieurs à ceux des actions américaines. Et lorsque les stratégies de diversification échouent à produire des résultats supérieurs à ceux du marché domestique, les investisseurs abandonnent ces actifs décevants. Les intervenants qui font la chasse à la performance utilisent les actions internationales

pour prendre à contre-pied leurs portefeuilles, engrangeant ainsi des performances médiocres qui détériorent leurs résultats d'investissement.

LES ACTIONS DES PAYS ÉMERGENTS

Les marchés émergents sont un segment à haut rendement et à risque élevé de l'univers des actions cotées. Définis comme un groupe de pays dont les économies sont à mi-chemin sur la voie du développement, les marchés émergents présentent un éventail impressionnant de risques fondamentaux pour les investisseurs. Au niveau macro-économique, les investisseurs se préoccupent du développement global de l'économie et de la maturation des infrastructures du marché actions. Au niveau micro-économique, les investisseurs s'intéressent à la qualité du management et à l'orientation des profits des entreprises naissantes.

Les observateurs des marchés confondent souvent une croissance économique forte avec de bonnes perspectives pour le marché actions. Prenez le cas extrême de l'économie d'un régime autoritaire dont les règles d'allocation des ressources fonctionnent sans les marchés actions. La croissance économique n'a alors aucun impact sur le cours des actions, car ces titres n'existent tout simplement pas. Dans le cas moins extrême d'économies orientées sur les marchés mais dont l'allocation de ressources est médiocre, les apporteurs de capital aux entreprises reçoivent régulièrement de bien piètres rendements. Les revenus des entreprises y sont distribués de façon disproportionnée aux dirigeants (par des avantages), aux travailleurs (par des salaires) ou au gouvernement (par des impôts), laissant au capital des revenus insuffisants. Dans des économies qui fonctionnent correctement, les cours et les rendements reflètent les conditions des marchés financiers. Mais toutes les économies des pays émergents ne fonctionnent pas correctement. Des investissements en actions profitables exigent des entreprises profitables, car les investisseurs partagent les profits de ces dernières. C'est ici que réside le premier risque micro-économique pour les investisseurs en actions des pays émergents. Dans les marchés émergents, comme ailleurs, la croissance économique peut très bien ne pas conduire à la rentabilité d'une entreprise, gage de sa réussite sur le marché actions.

L'histoire de l'économie comprend de nombreux exemples de marché émergents qui ont sombré. Dans un article intitulé « Survival » (« La survie »), Stephen Brown, William Goetzmann et Stephen Ross identifient trente-six places boursières opérationnelles au début du XX^{e} siècle. Sur ces trente-six places, « plus de la moitié ont

subi au moins une interruption majeure des négociations… due en général à des nationalisations massives ou à la guerre ». Encore plus troublant pour les investisseurs qui croient en l'inéluctabilité du progrès, sur les trente-six places de marché opérationnelles en 1900, quinze sont restées catégorisées dans les marchés émergents plus de 100 ans après. Un de ces marchés, situé à Belgrade en Serbie, n'appartient même plus à la liste des marchés émergents au XXI[e] siècle. Les auteurs observent sans complaisance que « le terme même de marché émergent contient la possibilité que ces marchés puissent disparaître »[1].

Ces dernières années, les investisseurs ont pu investir dans un éventail toujours plus large de marchés émergents. Morgan Stanley Capital International, le premier développeur d'indices de marchés hors États-Unis, a commencé à suivre les marchés émergents en 1988 avec un indice regroupant huit pays allant de la Jordanie au Mexique, en passant par la Thaïlande. Cinq ans plus tard, leur nombre s'élevait à dix-neuf avec l'ajout remarquable de l'Inde, de la Corée et du Portugal. En 1998, le total atteint vingt-huit car l'Afrique du Sud, la Russie et un certain nombre de pays d'Europe Centrale ont rejoint l'ensemble des pays couverts par MSCI. En 2001, l'Égypte et le Maroc ont rejoint l'indice, alors que le Sri Lanka le quittait. À cause d'un manque de liquidité et de restrictions en matière d'investissement, le Venezuela quitta l'indice en 2006, ramenant le nombre des pays émergents à vingt-cinq.

De temps en temps, des pays passent du monde émergent au monde développé. En 1997, le Portugal franchit ce cap, puis la Grèce en 2001. À mesure que les économies émergentes progressent, de plus en plus de pays vont rejoindre les rangs des pays développés.

La vision haussière du marché actions des pays émergents

Antoine van Agtmael, investisseur de longue date sur les marchés émergents, prévoit une orientation haussière des marchés émergents dans son excellent livre *The Emerging Markets Century.*

> « Au moment où nous entrons dans le siècle des marchés émergents, le temps est venu de repenser ce que nous entendons par "risque". Rétrospectivement, nous avons vu les marchés émergents comme des marchés volatils, enclins à subir des crises, désespérément pauvres, minuscules

1. Stephen J. Brown, William N. Goetzmann and Stephen A. Ross, "Survival", *Journal of Finance* 50, no. 3, 1995.

> au point d'être insignifiants par rapport à l'économie globale, dépendants des consommateurs occidentaux et lourdement protégés. Les marchés actions étaient peu régulés et sujets à des manipulations ; un manque de participation des investisseurs institutionnels et des fonds de pension laissait trop de place à la spéculation et aux délits d'initiés ; et les informations sur les entreprises étaient remarquablement rares.
>
> Les marchés développés, au contraire, tenaient le haut du pavé en termes de stabilité économique, de technologie, de capitalisation et de transparence. Un cadre légal et une gouvernance d'entreprise mieux appropriés protégeaient les investisseurs, et les fonds de pension domestiques, de même qu'une industrie très développée de fonds communs de placement, étaient de fervents acheteurs d'actions et d'obligations. Et, bien sûr, un abîme profond demeurait entre la taille, la sophistication et la qualité des entreprises occidentales et celles du reste de la planète.
>
> Aujourd'hui, l'investissement sur les marché émergents est bien différent, précisément parce que (1) ces marchés eux-mêmes ont changé et sont devenus plus globaux qu'auparavant et (2) un nombre croissant d'entreprises y atteint la dimension internationale. Alors que les marchés émergents étaient considérés jusqu'à très récemment comme une niche étroite et risquée, l'importance croissante de ces pays et de leurs entreprises a propulsé les marchés émergents, de simple "assaisonnement" des portefeuilles qu'ils étaient, au rang de classe d'actifs incontournable. Les implications pratiques de ce changement à grande échelle, à la fois dans le risque réel et dans le risque perçu, sont que les marchés émergents devraient constituer une composante essentielle des portefeuilles plutôt qu'un accessoire, mais aussi qu'ils vont devenir beaucoup moins excitants à mesure que le temps passe. »[1]

Bien que le travail d'Antoine van Agtmael encourage le rôle des actions des pays émergents en tant que classe d'actifs essentielle, leurs environnements réglementaires relativement immatures plaident pour une prudence renforcée de la part des investisseurs. Les marchés émergents seront peut-être « moins excitants à mesure que le temps passe », mais ils n'en demeureront pas moins « excitants ».

---

1. Antoine van Agtmael, *The Emerging Markets Century: How a New Breed of World Class Companies is Overtaking the World*, New York, Free Press, 2007, 307–8.

Le cours des actions des pays émergents et l'inflation

Le lien entre l'inflation aux États-Unis et les rendements des actions des pays émergents souffre des mêmes problèmes que celui entre l'inflation américaine et les actions des pays développés. Ceci dit, les matières premières jouent un rôle important dans nombre d'économies émergentes. Dans la mesure où les États-Unis subissent des pressions inflationnistes venant de l'augmentation du prix des matières premières, les investissements sur les marchés émergents peuvent procurer une protection partielle contre l'inflation.

La convergence d'intérêts

Le développement des infrastructures de marché dans les économies émergentes se fait pas à pas et débute lorsque les législateurs, les régulateurs et les dirigeants d'entreprise apprennent les règles du jeu. Les investisseurs accoutumés aux protections existant aux États-Unis trouvent la plupart des marchés émergents tout à fait inhospitaliers. La qualité des régulations concernant les titres va de médiocre à bonne, l'application des régulations va d'inadéquate à correcte, et la fidélité des dirigeants aux intérêts des actionnaires suit le même chemin. Attention, donc !

Les politiques gouvernementales interfèrent parfois avec l'intérêt des investisseurs, dans certains cas de manière spectaculaire. En 1998, pendant la crise asiatique, la Malaisie a restreint le change du ringgit, interdisant ainsi aux investisseurs étrangers de rapatrier leurs fonds. À cause de ce mauvais comportement concernant les flux de capitaux, MSCI a supprimé la Malaisie de l'un de ses indices des pays émergents. Ce n'est que lorsque la Malaisie a restauré la libre circulation des capitaux, fin 1999, que le pays a été rétabli en tant que membre à part entière du panel de MSCI.

Sur les marchés émergents, les comportements des entreprises ressemblent parfois à ceux des cow-boys dans les westerns. Un observateur de ces marchés a suggéré que les investisseurs en actions russes mettent leur argent dans des entreprises dont les dirigeants essaient de voler toute la caisse et évitent les entreprises dont le management ne cherche qu'à commettre des petites irrégularités. L'argument sous-jacent à ce conseil apparemment paradoxal réside dans la notion selon laquelle les dirigeants d'entreprises vraiment valables essaient de s'accaparer la totalité de la société, alors que les dirigeants d'entreprises moins intéressantes ne cherchent qu'à en chaparder quelques morceaux.

La convergence d'intérêts réduite à laquelle sont confrontés les investisseurs dans les pays émergents représente un des facteurs de risque essentiel qui fait que ces derniers exigent des taux de rendement plus élevés pour leurs investissements en actions de ces pays. Comme les investisseurs opèrent dans un environnement au cadre moins évolué en ce qui concerne la définition et la résolution des problèmes juridiques et réglementaires, l'incertitude qui en résulte les pousse à rechercher des rendements supérieurs.

Les gouvernements des pays émergents créent occasionnellement des divergences entre les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants d'entreprise. Des contrôles dans le domaine de la propriété industrielle et des droits de vote associés aux actions des entreprises locales conduisent parfois à la création de deux classes d'actionnaires, d'où certains problèmes pour l'investisseur étranger appartenant d'office à la deuxième classe. Le contrôle des flux de capitaux, bien qu'imposé assez peu fréquemment, interfère dans la capacité des investisseurs étrangers à transférer librement leurs fonds. Les régulations gouvernementales dans les pays émergents peuvent nuire aux intérêts des investisseurs étrangers.

En d'autres circonstances, les dirigeants d'entreprise n'agissent pas dans l'intérêt des actionnaires. Un problème récurrent dans de nombreux pays asiatiques implique que les entreprises contrôlées par une famille satisfont les aspirations de cette famille aux dépens des souhaits des actionnaires externes minoritaires. Une absence de transparence aggrave le problème car les investisseurs externes manquent de l'information nécessaire pour identifier et agir sur les questions internes.

À mesure que les marchés émergents mûrissent et que les marchés financiers globaux se libéralisent, les problèmes structurels de divergence d'intérêts deviennent moins sérieux. Néanmoins, les investisseurs rationnels exigent une prime de risque substantielle avant d'exposer leurs capitaux à des entreprises qui opèrent dans le cadre légal et réglementaire laissant à désirer des marchés émergents.

Les caractéristiques du marché actions des pays émergents

Au 31 décembre 2006, la capitalisation totale des actions des marchés émergents s'élevait d'après MSCI à 7 200 milliards de dollars. Allant de l'Inde (824 milliards) et de la Chine (816 milliards), qui se classeraient toutes deux parmi les marchés développés au niveau de la capitalisation, aux marchés beaucoup plus étroits du Pérou (38 milliards) et de la Jordanie (30 milliards), l'univers des marchés émergents

rassemble un large éventail de pays. L'Asie compte pour 53 % des capitaux présents sur les marchés actions émergents, l'Amérique Latine pour 20 %, l'Europe pour 16 %, et l'Afrique et le Moyen-Orient pour 12 %.

Les valorisations des marchés émergents font mieux que celle des États-Unis à la fin de 2006 (au moins pour les investisseurs orientés sur la valeur). Le dividende des marchés émergents s'élevait à 2,1 %, à comparer à 1,7 % pour les États-Unis. Le PER s'élevait à 15,6, représentant un rabais substantiel par rapport aux 19,5 du marché américain. Les marchés émergents s'échangeaient à un ratio cours/valeur comptable de 2,5 identique à celui du marché américain.

Résumé

Les investisseurs en actions des pays émergents exigent des rendements espérés substantiels afin de compenser le haut niveau de risque fondamental de ces marchés. Durant la période pour laquelle il existe des données suffisamment fiables, les investisseurs ont reçu une compensation inadéquate pour les risques encourus. De 1985, où la Banque Mondiale a commencé à mesurer les rendements des actions des marchés émergents, à décembre 2006, les actions des marchés émergents ont généré des rendements de 12 % par an (selon la mesure du IFC Global Composite), à comparer aux 13,1 % du S&P 500 et aux 12,4 % des marchés européens. Le déficit relatif des marchés émergents par rapport aux marchés développés indique que les investisseurs sur les marchés émergents ont accepté des risques fondamentaux plus élevés que les investisseurs sur les marchés développés sans pour autant engranger des rendements supérieurs. Les investisseurs sur les marchés émergents espèrent que l'avenir leur sourira plus que le passé.

Pour des questions macro et micro-économiques, les actions des marchés émergents promettent des rendements espérés élevés accompagnés de hauts niveaux de risque. Une allocation aux actions des marchés émergents peut améliorer les caractéristiques de rendement et de risque d'un portefeuille d'investissement bien structuré.

CONCLUSION

Les investisseurs peuvent trouver un certain nombre de composantes essentielles d'un portefeuille bien diversifié et orienté sur les actions dans les classes d'actifs traditionnelles que constituent les actions domestiques, les obligations du Trésor, les actions des marchés développés et celles des marchés émergents. Les actions domestiques et étrangères dominent les rendements d'un portefeuille, alors que les obligations du Trésor procurent une diversification. En utilisant les classes d'actifs traditionnelles dans un portefeuille bien diversifié, les investisseurs bâtissent une fondation solide pour la réussite de leurs investissements.

Dans leur tentative de fournir des caractéristiques intéressantes et bien différenciées aux portefeuilles, les classes d'actifs traditionnelles reposent sur des rendements issus des marchés. En investissant dans des classes d'actifs dominées par les forces des marchés financiers, les investisseurs atteignent un haut niveau de confiance dans le fait que les différentes classes d'actifs vont générer les résultats à long terme espérés, réduisant ainsi spectaculairement l'écart introduit par la gestion active entre la performance espérée d'une classe d'actifs et ses résultats réels.

Les classes d'actifs traditionnelles s'échangent sur des marchés vastes et liquides, garantissant un niveau élevé d'engagement de la part des sociétés de Wall Street. La concurrence qui en résulte mène à la transparence et à l'efficience des marchés, augmentant pour les investisseurs la probabilité de pouvoir effectuer des transactions équitables.

Les investisseurs ne possédant pas d'expertise dans le domaine de la gestion active se reposent principalement sur les classes d'actifs traditionnelles pour construire leur portefeuille, y ajoutant peut-être des bons du Trésor indexés sur l'inflation et un indice des valeurs immobilières afin de le compléter. Les investisseurs possédant une expertise en gestion active non seulement jouissent de la possibilité de produire des rendements supérieurs à ceux des marchés actions domestique et étranger, mais profitent également de l'inclusion dans leur portefeuille de classes d'actifs qui dépendent d'une gestion active, telles que les fonds de performance absolue, les actifs tangibles et les participations privées.

8

Les classes d'actifs alternatives

Les classes d'actifs alternatives (les fonds ayant un objectif de performance absolue, les actifs réels et les participations non cotées) contribuent au processus de construction du portefeuille en repoussant la frontière d'efficience, permettant la création de portefeuilles aux rendements plus élevés pour un niveau de risque donné, ou au risque plus faible pour un niveau de performance donné. Les investisseurs qui utilisent les actifs alternatifs comme outils à part entière dans le processus d'allocation réduisent ainsi leur dépendance aux titres cotés, facilitant la structuration de portefeuilles vraiment diversifiés.

En tant que classe d'actifs bien à part, chaque classe alternative d'investissement ajoute quelque chose de distinct et d'important aux caractéristiques d'un portefeuille. Les fonds ayant un objectif de performance absolue et les actifs réels procurent une diversification, générant des rendements motivés par des facteurs profondément différents de ceux qui déterminent les résultats des autres classes d'actifs. À l'inverse, les rendements des participations non cotées dépendent de nombreux facteurs communs aux rendements des titres cotés. Bien que les participations non cotées procurent peu de diversification, des positions correctement sélectionnées dans ce domaine ont le potentiel d'apporter une contribution spectaculaire aux rendements d'un portefeuille.

Les cours de nombreux actifs alternatifs manquent de l'efficience caractéristique des titres cotés, ce qui offre aux gestionnaires astucieux des opportunités d'ajouter une valeur substantielle au processus d'investissement. En fait, ceux qui investissent dans les classes d'actifs alternatives doivent entreprendre une gestion active car les performances de marché n'y existent pas sous la forme de positions passives. Même si des investisseurs pouvaient acheter le résultat moyen d'une classe d'actifs alternative, les résultats les décevraient très probablement. Les rendements historiques

à long terme sont à la traîne des résultats des titres cotés, à la fois en termes absolus et par rapport à un ajustement au risque. C'est seulement en générant des performances dues à une gestion active que les investisseurs tiennent la promesse contenue dans l'investissement en actifs alternatifs.

LES FONDS AYANT UN OBJECTIF DE PERFORMANCE ABSOLUE

Les fonds ayant un objectif de performance absolue consistent à exploiter les inefficiences existant dans les cours des titres cotés, ce qui démontre peu ou pas de corrélation avec les investissements traditionnels en actions ou en obligations. Les portefeuilles de fonds à performance absolue bien structurés procurent des rendements semblables à ceux des actions tout en possédant une faculté de diversification importante.

Les gestionnaires visant la performance absolue réduisent les risques de marché en misant sur des positions basées sur les opérations de marché ou sur la valeur, et dont ils attendent qu'elles se comportent indépendamment des forces qui dirigent les marchés. Les positions basées sur les opérations de marché dépendent de la réalisation d'une transaction entre entreprises telle qu'une fusion-acquisition ou un sauvetage de faillite. Les stratégies basées sur la valeur utilisent des portefeuilles entièrement couverts dans lesquels des positions vendeuses neutralisent les positions acheteuses, diminuant spectaculairement le risque systémique pour l'investisseur. Les gestionnaires visant la performance absolue cherchent à générer des rendements élevés indépendants des performances du marché, à l'inverse des rendements relatifs à un benchmark recherchés par les gestionnaires actifs sur les titres cotés.

L'horizon à court terme des stratégies de performance absolue rend pertinente l'utilisation des taux d'intérêt à court terme comme point de départ de l'évaluation des performances d'un gestionnaire. La base mathématique des positions couvertes implique que (en l'absence de talent et de frais financiers) les investisseurs reçoivent les rendements du marché monétaire[1]. Si les gestionnaires ajoutent de la valeur, alors leurs rendements vont dépasser ceux du marché monétaire. Et s'ils échouent, alors leurs rendements seront inférieurs à ceux du marché monétaire.

Sans gestion active, les fonds ayant un objectif de performance absolue n'existent pas. La notion fondamentale de performance absolue repose sur l'identification et l'exploitation réussie des inefficiences de cours des titres cotés. En l'absence de

valeur ajoutée par les gestionnaires, les investisseurs perçoivent les rendements du marché monétaire, c'est-à-dire une compensation correspondant à la création de positions n'impliquant pas d'exposition réelle au marché.

L'investissement basé sur les opérations de marché

Les opportunités basées sur les opérations de marché (fusion et acquisition, rachats sauvetage, restructuration, mise sous tutelle d'entreprises), existent à cause de la complexité inhérente aux réorganisations et aux fusions d'entreprises. Les gestionnaires de portefeuilles ordinaires reconnaissent que les composantes d'une fusion-acquisition ou d'un sauvetage de faillite diffèrent résolument des facteurs qui dominent la valorisation quotidienne des titres. L'environnement légal et réglementaire change à l'annonce d'une fusion ou d'une restructuration, donnant au spécialiste bien informé un avantage sur le généraliste. Des compétences supérieures en matière d'analyse constituent un avantage significatif pour les investisseurs actifs orientés sur les opérations de marché.

L'opportunité exploitée par les investisseurs orientés sur les opérations de marché vient en partie des ventes de titres initiées par les investisseurs ne souhaitant pas engager les ressources pouvant leur permettre d'acquérir une compréhension approfondie des circonstances entourant les transactions complexes entre entreprises. Dans le cas de titres tombés en disgrâce, la pression vendeuse vient des investisseurs incapables de détenir des titres d'entreprises en situation de faillite ou peu enclins à le faire. L'offre parfois massive de titres de la part d'investisseurs mal à l'aise avec des positions sur des titres d'entreprises traversant des changements structurels, permet

1. Les stratégies de performance absolue qui neutralisent les positions acheteuses par des positions vendeuses (l'arbitrage sur fusion/acquisition et l'investissement long/short) engrangent les rendements du marché monétaire en l'absence de valeur ajoutée (ou retranchée) par le gestionnaire. D'un côté du portefeuille, supposez qu'un gestionnaire investisse les fonds confiés sur des positions acheteuses. De l'autre côté du portefeuille, supposez que ce gestionnaire initie des ventes à découvert. Après la réalisation de la vente à découvert, le gestionnaire perçoit les liquidités provenant de la transaction de vente. Même si ces liquidités doivent servir de collatéral vis-à-vis du prêteur de titres, le vendeur à découvert perçoit une rémunération au taux du marché monétaire sur ces liquidités. Si les positions acheteuses et les positions vendeuses suivent toutes deux fidèlement les mouvements du marché, les gains (pertes) à l'achat correspondent aux pertes (gains) à la vente, éliminant de la performance le risque systémique de marché. Dans de telles circonstances, l'investisseur engrange une rémunération au taux du marché monétaire sur les capitaux investis.

aux investisseurs orientés sur les opérations de marché de prendre des positions au rendement potentiel attractif.

L'arbitrage sur fusion-acquisition est une stratégie typique de performance absolue basée sur les opérations de marché, avec des résultats liés à la capacité du gestionnaire à prédire qu'un accord sera conclu, le timing vraisemblable de l'opération et l'intérêt des investisseurs pour la transaction entre les deux entreprises. Lors de l'annonce d'un échange d'actions entre entreprises, le cours de l'action de l'entreprise ciblée par l'achat augmente généralement vers un niveau légèrement supérieur à celui offert par l'acquéreur, créant une opportunité de profit pour l'arbitragiste. L'incertitude concernant l'issue finale de la transaction fait que de nombreux détenteurs préfèrent vendre leurs titres, motivés par l'inquiétude que les plus-values générées par l'offre d'acquisition disparaissent pour une raison ou pour une autre. Après une évaluation sérieuse des facteurs intégrés dans la transaction, les investisseurs spécialisés dans l'arbitrage de fusion-acquisition achètent les actions de l'entreprise ciblée et vendent celles de l'entreprise acquéreuse, espérant profiter de la disparition de l'écart lors de la clôture de la transaction. Comme l'arbitragiste détient des positions acheteuses neutralisées par des positions vendeuses, la direction du marché en général joue un rôle mineur dans la détermination des rendements de l'investissement. Mais le résultat dépend de la capacité de l'arbitragiste à évaluer correctement les facteurs liés à l'issue finale de la transaction.

L'arbitrage de fusion-acquisition sur l'affaire Newell Rubbermaid

En mars 1999, la fusion entre Newell et Rubbermaid illustre certaines des dynamiques de marché sous-tendant les opportunités d'investissement basées sur des événements économiques. Après l'annonce de la proposition de fusion, en octobre 1998, les actions de Rubbermaid ont réagi par une hausse de presque 25 %, comme le montre le schéma 8.1. Les volumes de transaction ont été multipliés par plus de dix, partant d'une moyenne de 566 000 actions échangées chaque jour dans la semaine précédant l'annonce, et parvenant à 5 960 000 actions par jour dans la semaine suivant l'annonce. En profitant de la hausse du cours provoquée par l'annonce de la fusion, les investisseurs traditionnels ont pris leurs bénéfices en vendant l'action, créant ainsi pour les arbitragistes de fusion-acquisition une opportunité d'initier leurs positions.

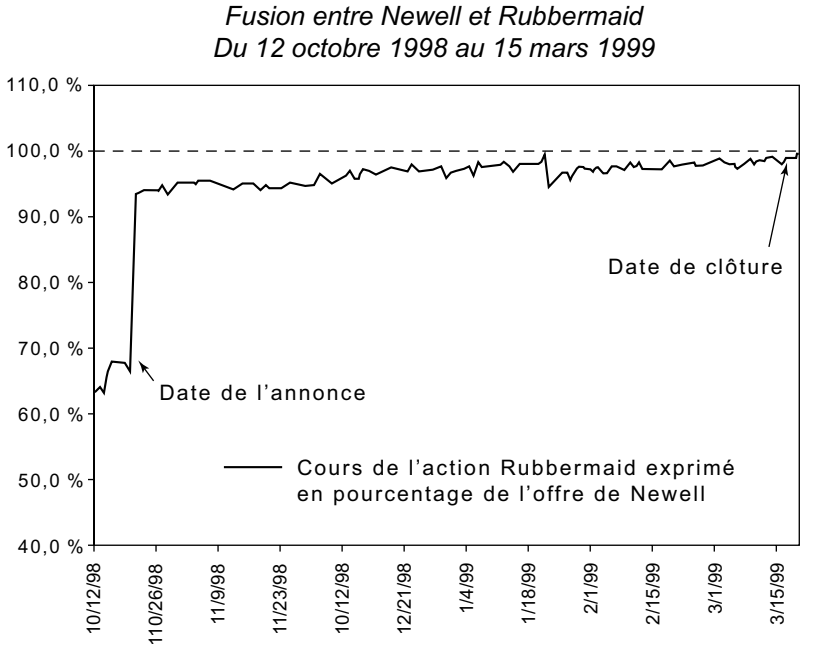


Schéma 8.1 L'écart d'arbitrage se réduit à mesure que la date de clôture de la fusion approche.

Les termes de l'accord définitif prévoyaient un échange d'actions exonéré d'impôts dans lequel les actionnaires de Rubbermaid recevraient 0,7883 actions de Newell à la date de clôture de la fusion, prévue début 1999. En achetant une action Rubbermaid au cours de 31,81 dollars après l'annonce, et en vendant au même moment 0,7883 action de Newell à 43,25 dollars, les arbitragistes générèrent une plus-value nette de 2,28 dollars par action. Si les entreprises concluaient la transaction selon les termes de l'accord, les arbitragistes empochaient cette plus-value à la clôture de la fusion. Au moment de la transaction, les arbitragistes débouclaient leurs positions en livrant les actions Newell reçues en échange des actions Rubbermaid afin de couvrir la vente à découvert initiée au départ sur les actions Newell.

Les calculs *a posteriori* illustrent les caractéristiques de rendement de la transaction. Lorsque celle-ci fut clôturée, le 24 mars 1999, les arbitragistes ont empoché l'écart de 2,28 dollars entre les deux actions après l'annonce, plus un léger rabais de 0,57 dollar, soit un total d'environ 2,85 dollars. Les dividendes n'ont joué pratiquement aucun rôle dans la transaction, ceux reçus sur l'action Rubbermaid ayant compensé ceux payés sur l'action Newell. En se basant sur un engagement initial

de 31,81 dollars par action, la position a procuré une plus-value brute de 9 % sur une période de cinq mois, ce qui donne un rendement annualisé de plus de 20 %[1].

La fusion Newell-Rubbermaid s'est déroulée sans accroc, l'écart entre les deux actions s'étant réduit semaine après semaine jusqu'à la clôture prévue. Mais tous les arbitrages sur fusion-acquisition ne se déroulent pas aussi sereinement. La fusion de septembre 1998 entre WorldCom et MCI Communications a commencé en novembre 1996 par une proposition d'achat de MCI par British Telecommunications, représentant la plus grosse transaction internationale jamais effectuée. Entre le début des discussions concernant la fusion et sa réalisation finale, les arbitragistes ont dû batailler contre une pléiade de difficultés incluant les lois antitrust, les approbations des autorités de régulation, les changements dans la stratégie de l'entreprise ciblée, les difficultés opérationnelles créées par la fusion, les questions de politique internationale et la compétition entre acquéreurs concurrents[2]. Mais que la transaction soit simple du début à la fin ou qu'elle emprunte des chemins sinueux, les plus-values empochées par les arbitragistes en fusion-acquisition dépendent beaucoup plus de l'événement lui-même que de la direction du marché en général.

Dans le domaine des titres délaissés, les investisseurs orientés sur les opérations de marché recherchent des opportunités sur les actions d'entreprises mettant en œuvre leur restructuration. À cause de la complexité des questions entourant la faillite, de nombreux intervenants vendent leurs positions quel que soit le cours de l'action, créant ainsi une opportunité de profit pour les investisseurs plus courageux. En évaluant le timing de sortie de crise de l'entreprise et en valorisant le cours espéré de l'action, les intervenants dans le domaine des actions délaissées génèrent des plus-values dépendant davantage des événements liés au processus de faillite lui-même que du niveau global du marché.

Les stratégies basées sur les opérations de marché n'ont cependant pas le pouvoir de protéger complètement les investisseurs des mouvements de marché adverses. Dans le cas de l'arbitrage sur fusion-acquisition, des facteurs influençant le marché

---

1. Le montant du capital exigé pour exécuter la transaction sur Newell Rubbermaid va d'une valorisation agressive du cours de Rubbermaid moins la rémunération nette issue de la vente à découvert de Newell (1313/16 - 2.28 = 11.5325), à une valorisation conservatrice de la vente à découvert de Newell (.7883 x 43.26 = 34.10). Le choix de la valeur de l'action Rubbermaid (3113/16) représente un positionnement intermédiaire.

2. L'histoire de la gestion de l'affaire MCI Communications/WorldCom par Farallon Capital Management paraît dans Harvard Business Case N9-299-020, « Farallon Capital Management: Risk Arbitrage », écrit par Robert Howard et Andre Perold en février 1999. Le cas d'étude décrit les efforts finalement récompensés de Tom Steyer, David Cohen, et Bill Duhamel dans leur navigation au sein des complications de cette extraordinaire transaction de fusion/acquisition.

actions ou le marché du crédit peuvent modifier la probabilité de conclusion heureuse d'une transaction particulière aussi bien que la probabilité que les fusions en général avancent, créant ainsi une relation de cause à effet. Dans le cas de l'investissement dans des actions délaissées, dans la mesure où les investisseurs perçoivent des intérêts sur les actions grâce au cadeau fait aux actionnaires fidèles lors de la restructuration d'une entreprise, le marché exerce une influence directe sur le rendement final de ce type d'investissements. Malgré certains liens identifiables entre l'investissement basé sur les opérations de marché et les mouvements de marché, les stratégies basées sur les opérations de marché procurent une diversification significative du portefeuille dans de nombreuses circonstances.

En temps de crise financière, la corrélation entre les stratégies basées sur les opérations de marché et l'activité boursière augmente pour atteindre des niveaux inconfortables. Pendant le krach d'octobre 1987, les positions d'arbitrage sur fusion-acquisition se sont effondrées avec l'ensemble du marché, procurant peu de protection à court terme contre la baisse spectaculaire. Le temps passant, les investisseurs se sont rendu compte que les entreprises continuaient de respecter leurs obligations contractuelles, concluant finalement toutes les transactions de fusion-acquisition annoncées auparavant. Le retour de la confiance améliora les rendements de l'arbitrage sur fusion-acquisition, procurant de belles plus-values par rapport aux performances du marché.

Les résultats de deux sociétés spécialisées dans la fusion-acquisition, qui formèrent plus tard la base du portefeuille de fonds de performance absolue de Yale, illustrent l'importance d'une évaluation des résultats sur le long terme. En suivant l'approche qui consiste à n'investir que sur les transactions déjà annoncées, les deux sociétés d'arbitrage affichèrent des résultats combinés de –17,9 % pour le quatrième trimestre 1987, quelque peu meilleurs que les –22,5 % du S&P 500, mais bien en dessous des rendements espérés des stratégies basées sur les événements économiques. Bien qu'aucune fusion n'ait été abandonnée durant cette période, la tourmente du marché avait poussé les investisseurs à exiger des compensations plus fortes pour le risque d'arbitrage, ce qui a provoqué un accroissement spectaculaire des écarts. Au premier trimestre 1988, les gestionnaires spécialisés dans ce type d'arbitrage ont rebondi, affichant des performances de 16,3 % bien supérieures aux 5,7 % du S&P 500. Pris isolément, le dernier trimestre 1987 a procuré des pertes à deux chiffres décevantes coïncidant avec le krach du marché actions, et ne parvenant pas à protéger les portefeuilles pendant la crise. Considérés ensemble, le quatrième trimestre 1987 (le pire pour les deux sociétés) et le premier trimestre 1988 (le meilleur jamais enregistré par les deux sociétés) ont préservé les capitaux et procuré une diversification significative par rapport aux pertes subies par le marché.

Mais toutes les périodes traumatisantes ne se terminent avec autant de bonheur que les suites du krach d'octobre 1987. En août 2007, une crise du crédit extraordinaire a remis en question la viabilité du financement d'une fusion portant sur 400 millions de dollars. En conséquence, les rendements espérés de l'arbitrage de fusion-acquisition sur First Data et TXU ont été propulsés d'un petit 15 % en juin 2007 à 70 % à la mi-août 2007. La fusion s'est finalement effectuée, procurant de belles plus-values aux investisseurs intrépides qui avaient parié sur la transaction à la fin de l'été. Toutefois, à l'inverse de ce qui s'était passé en 1987, un certain nombre de transactions prévues en 2007 ont avorté. Le lien entre les conditions du marché et les fusions-acquisitions, inhabituellement resserré, a réduit le pouvoir diversifiant de l'arbitrage sur fusion-acquisition. Ceci dit, même si la diversification des actifs financiers, y compris par des stratégies de performance absolue, peut parfois démontrer de hauts niveaux de corrélation avec les titres cotés durant de courtes périodes, les actifs mus par des facteurs fondamentalement différents manifestent des comportements radicalement différents sur des horizons d'investissement suffisamment éloignés.

Comme les investisseurs orientés sur les opérations de marché s'efforcent d'obtenir des rendements à deux chiffres, la création d'un portefeuille largement diversifié prend tout son sens. Dans un environnement où les positions fortement gagnantes ne viennent pas compenser les inévitables erreurs coûteuses, les investisseurs attentifs limitent la casse qu'une seule position perdante pourrait infliger au portefeuille.

Les portefeuilles basés sur les opérations de marché profitent de l'engagement avec des gestionnaires possédant une large palette d'outils d'investissement. S'engager avec un spécialiste concentré sur un seul aspect du travail d'arbitrage sur fusion-acquisition, oblige les investisseurs à subir des montagnes russes en ce qui concerne les rendements. Lorsque les opportunités abondent, les investisseurs engrangent des plus-values attractives à partir de cette stratégie de niche. Si des rendements élevés attirent des capitaux vers cette activité, ou si l'offre d'opportunités d'investissement décroît, les investisseurs spécialisés continuent d'engager des fonds sur leur seul domaine d'expertise, générant finalement des rendements médiocres sur des fonds investis au moment inopportun.

À l'inverse, si un gestionnaire développe une expertise dans un plus grand nombre de stratégies basées sur les événements, les rendements affluent des secteurs les plus attractifs lorsque les plus-values se font rares dans d'autres secteurs. La capacité à cibler différents domaines procurant des opportunités amortit les fluctuations inévitables subies par des fonds plus concentrés, et crée la possibilité de structurer des portefeuilles aux rendements plus élevés et au risque plus faible.

L'investissement fondé sur la valeur

Les stratégies de performance absolue fondées sur la valeur reposent sur la capacité du gestionnaire à identifier des titres sur ou sous-évalués, à prendre des positions, et à réduire l'exposition au marché par une activité de couverture. Si un investisseur achète un portefeuille d'actions dont le cours est attractif et vend simultanément à découvert, pour un montant équivalent, des actions dont le cours est cher, les positions acheteuses et vendeuses qui se neutralisent éliminent l'exposition systémique au marché actions. Les résultats dépendent entièrement de sa compétence en sélection des actions (*stock-picking*), l'investisseur positionné à l'achat et à la vente (*long/short)* jouissant de la faculté d'ajouter de la valeur à la fois grâce à ses idées d'achat et à ses idées de vente. Les gestionnaires talentueux orientés sur la valeur gagnent sur les deux aspects du portefeuille.

Bien que les stratégies basées sur les opérations de marché et celles qui sont basées sur la valeur partagent une absence de corrélation avec les titres cotés traditionnels, les portefeuilles orientés sur la valeur exigent un horizon d'investissement plus éloigné que les portefeuilles basés sur les événements économiques. Les périodes de détention des titres délaissés ou sujets à l'arbitrage sur fusion-acquisition correspondent à la date anticipée de la fusion ou du sauvetage de la faillite, impliquant une durée assez courte pour les stratégies basées sur les événements économiques. À l'inverse, les positions orientées sur la valeur ne possèdent pas les déclencheurs clairement définis de l'investissement basé sur les événements économiques. Au grand désespoir des gestionnaires de fonds, il arrive fréquemment que les cours des actions sous-évaluées baissent encore, et que les positions surévaluées continuent de progresser, conduisant à une performance à court terme décevante. Et même sans mouvement de prix adverse à court terme, les anomalies de cours identifiées par les investisseurs long/short peuvent mettre plusieurs années à se résorber.

Les gestionnaires orientés sur la valeur ont beaucoup de choses en commun avec les gestionnaires actifs des titres traditionnels. Du côté acheteur, les portefeuilles concentrés de titres soigneusement sélectionnés forment la base de la réussite de l'investissement. Du côté vendeur, les mêmes techniques inductives (*bottom-up*) d'analyse fondamentale utilisées pour évaluer les positions acheteuses constituent une méthode d'identification des titres surévalués. La souplesse dont dispose le gestionnaire pour exploiter les positions surévaluées par des ventes à découvert double les opportunités d'ajouter de la valeur. Bien que la vente à découvert d'actions possède un fondement commun avec l'investissement traditionnel, un portefeuille vendeur réussi représente bien plus que le simple opposé d'un portefeuille acheteur.

Les difficultés de la vente à découvert

La gestion de la partie vendeuse d'un portefeuille pose plusieurs problèmes spécifiques à la vente à découvert. Tout d'abord, les investisseurs sous-estiment souvent la résilience des dirigeants d'entreprise. Même lorsque les faits et les chiffres indiquent qu'une entreprise mérite d'être classée parmi les « morts-vivants », ses dirigeants trouvent le moyen d'échapper aux conséquences apparemment inévitables de la situation. Ensuite, les conséquences des mouvements de prix adverses sur la gestion de portefeuille exigent une plus grande diversification des positions vendeuses. Si le cours d'une action vendue à découvert augmente, la taille de la position correspondante augmente également. Pour tirer parti de cette opportunité de vente à découvert devenue encore plus attractive, l'investisseur est confronté à la perspective inconfortable d'accroître sa position. En commençant par une allocation modeste sur une valeur vendue à découvert, l'investisseur peut se permettre d'accroître sa position sans créer une concentration inconfortable du portefeuille sur une seule action. Comparez la dynamique d'une position vendeuse en perte à celle d'une position acheteuse perdante. À mesure que le cours de l'action achetée décline, la taille de la position correspondante se réduit dans le portefeuille, réduisant son impact sur les rendements et facilitant de nouveaux achats au cours plus bas devenu encore plus attractif. La simple observation du comportement des cours plaide pour une diversification supérieure des portefeuilles vendeurs. Les vendeurs à découvert sont tout autant confrontés à des problèmes lorsque leur idée réussit que lorsqu'elle échoue. Quand le cours de l'action d'une entreprise problématique s'effondre, le vendeur à découvert en profite, mais la taille de cette position dans le portefeuille se réduit spectaculairement, exigeant l'identification de candidates capables de la remplacer. Alors que les gestionnaires acheteurs conservent des positions gagnantes pendant parfois plusieurs années, les gestionnaires vendeurs espèrent opérer sur un véritable moulin à vent, avec un turnover important des positions provoqué par la sortie des positions gagnantes. La dynamique des cours dans la vente à découvert oblige les gestionnaires qui réussissent à suivre et à détenir un grand nombre de titres.

Outre un ensemble particulier de difficultés au niveau de l'investissement, les vendeurs à découvert sont confrontés à des problèmes techniques inhabituels dans la gestion des positions. Pour pouvoir exécuter leurs transactions, les vendeurs à découvert empruntent les titres à livrer à la contrepartie acheteuse. En effet, que les acheteurs acquièrent des titres à un vendeur à découvert ou à un vendeur ferme, ils s'attendent à recevoir ces titres le jour du règlement de la transaction. Aussi longtemps que le vendeur à découvert continue son emprunt, la position demeure intacte. Si le vendeur à découvert perd sa position parce que le prêteur reprend ses titres, le

premier doit les remplacer ou abandonner sa position. Lorsque le marché du prêt d'un titre particulier se réduit, les vendeurs à découvert se retrouvent coincés. Les emprunteurs de titres ont tendance à avoir plus de problèmes avec les actions moins liquides des petites entreprises, qui sont exactement celles présentant le plus d'opportunités de vente à découvert intéressantes.

L'ensemble de problèmes inhabituels auxquels sont confrontés les vendeurs à découvert impose une limite à la taille des portefeuilles, contraignant les gestionnaires à restreindre le montant des capitaux sous gestion. Une taille de portefeuille raisonnable constitue l'indispensable pré-requis permettant d'ajouter de la valeur, car des sommes trop élevées représentent un obstacle insurmontable à la réussite. Même si l'hypothèse audacieuse selon laquelle les gestionnaires orientés sur la valeur surperforment le marché de plusieurs points de pourcentage à la fois du côté acheteur et du côté vendeur semble exagérée, limiter la taille des portefeuilles fait espérer aux gestionnaires long/short une surperformance significative.

Les rendements espérés

Les gérants de fonds alternatifs[1] qui tentent de générer des rendements indépendants des marchés se fixent généralement des objectifs modestes. Imaginez un gestionnaire de fonds possédant un portefeuille constitué à mesure égale de positions acheteuses et de positions vendeuses. Du point de vue du marché, les achats compensent les ventes. Dans un marché haussier, les pertes sur les ventes à découvert sont équilibrées par les gains sur les achats. Dans un marché baissier, les pertes sur les achats sont compensées par les gains sur les ventes à découvert. Un investissement long/short bien équilibré échappe à la direction du marché.

La sélection des titres constitue la première source de plus-value pour les investisseurs long/short disciplinés. Dans la mesure où les gestionnaires identifient des positions acheteuses sous-évaluées et des postions vendeuses surévaluées, le portefeuille est prêt à bénéficier de deux fois plus d'opportunités qu'avec une gestion classique strictement acheteuse.

Une deuxième source de plus-values pour les gestionnaires long/short vient des revenus engrangés par les positions vendeuses. Les ventes à découvert rapportent des liquidités qui sont rémunérées à un taux proche du marché monétaire. Bien que ce rendement vienne s'ajouter aux plus-values de l'investisseur long/short, il s'avère

1. Nous rendons ici par « fonds alternatifs » l'expression « hedge funds » en rappelant au lecteur que l'auteur écrit dans le cadre et la perspective des marchés américains (NdT).

insuffisant pour justifier par lui-même l'application d'une stratégie d'investissement long/short. Si un investisseur souhaite obtenir les rendements du marché monétaire, l'achat de parts d'un fonds monétaire fournit pour cela un moyen plus direct, moins coûteux et moins risqué.

Supposons que les gestionnaires de fonds long/short démontrent la même compétence dans la sélection des titres que les gestionnaires traditionnels du premier quartile de la classe des actions domestiques. Durant les dix années se terminant le 31 décembre 2006, l'univers du premier quartile des gestionnaires actifs afficha une performance de 2,6 points de pourcentage supérieure à celle du marché[1]. Si un gestionnaire long/short fournit des résultas identiques à ceux du premier quartile à la fois sur la partie acheteuse et sur la partie vendeuse de son portefeuille, cette sélection de titres procure une plus-value supérieure de 5,2 points de pourcentage à celle du marché. L'ampleur des gains supplémentaires attendus d'une sélection judicieuse de titres est loin de dépasser les 10 points de pourcentage.

L'addition du taux d'intérêt à court terme rapporté par les ventes à découvert à la valeur ajoutée par la sélection de titres donne le rendement brut de l'investissement long/short. Sur la période de dix ans se terminant le 31 décembre 2006, les taux d'intérêt à court terme ont rapporté en moyenne 3,7 % par an. En combinant le rendement supplémentaire de 5,2 points de pourcentage issu du premier quartile de la sélection de titres avec celui du marché monétaire, on obtient un rendement total de 8,9 % avant déduction des frais.

Les frais représentent une lourde charge pour les gérants de fonds alternatifs. Des frais de gestion de 1 % et une prime de performance de 20 % sur les profits s'additionnent pour ôter 2,6 points de pourcentage au rendement brut, donnant un rendement net de 6,3 % pour l'investisseur[2]. Même avec une gestion active réussie (comme on en trouve dans le premier quartile du classement des gestionnaires actifs), les rendements nets revenant aux investisseurs d'un fonds alternatifs long/short n'affichent qu'une légère supériorité par rapport aux rendements du marché monétaire.

Dans le cas où des gestionnaires long/short démontrent des compétences médiocres en matière de sélection de titres, les résultats sont décevants. Observez les performances des gestionnaires actions moyens. Pour les dix années se terminant

---

1. Russell/Mellon Analytical Services fournit les données sur les gestionnaires utilisées dans ce chapitre. L'indice Russell 3000 représente le benchmark utilisé pour mesurer la performance relative.

2. Commencez par un rendement brut de 8,9 %. Retirez-lui le 1,0 % de frais de gestion, ce qui donne un rendement de 7,9 %. Prenez 20 % d'intéressement aux profits (0,2 x 7,9 = 1,6) sur ce rendement, et vous obtenez un résultat net de 6,3 %.

le 31 décembre 2006, le gestionnaire actif moyen sur les actions domestiques a fourni un rendement de 1,1 point de pourcentage supérieur à celui du marché. En doublant ce rendement, on obtient 2,2 points de pourcentage pour la sélection de titres. En ajoutant un rendement du marché monétaire de 3,7 %, cela donne un rendement brut de 5,9 points de pourcentage supérieur à celui du marché. Les frais ramènent ce rendement à 3,9 %, un résultat très proche des 3,7 % de rendement des liquidités !

Enfin, observons la situation délicate d'un gestionnaire qui sous-performe. Sur les dix années se terminant le 31 décembre 2006, les gestionnaires du troisième quartile ont sous-performé le marché de 0,1 % avant déduction des frais. En comptant ce déficit dû à la gestion active, les investisseurs long/short ont perçu 3,5 % de rendements venant des taux du marché monétaire, ce qui reste inférieur au seul rendement des liquidités. Les frais ont ramené ce rendement brut à 2 % nets, une misère pour les investisseurs subissant les conséquences d'une gestion active médiocre.

Même si des résultats moyens ou inférieurs à la moyenne agacent les investisseurs, le gestionnaire s'en tire bien dans tous les cas. Indépendamment de la performance, celui-ci prélève des frais de gestion de 1 %, ce qui représente plus ou moins la rémunération d'un gestionnaire traditionnel. En ajoutant la prime de performance, on obtient une rémunération totale de 2,6 % pour les gestionnaires du premier quartile, une bien lourde charge pour un rendement à un seul chiffre. Le total des frais pour les gestionnaires moyens s'élève à 2 %. Même lorsque les rendements procurés aux investisseurs sont inférieurs à ceux du marché monétaire, le gestionnaire profite copieusement de la situation. Les honoraires de gestionnaires du troisième quartile totalisent 1,5 %, ajoutant l'insulte de frais excessifs à la blessure causée par une performance médiocre.

L'exemple d'une gestion long/short équilibrée fournit une illustration frappante du rôle central que joue la gestion active dans le domaine d'investissement dans les fonds ayant un objectif de performance absolue. En l'absence de valeur ajoutée par la gestion active, les investisseurs vont vers une déception certaine. Les gestionnaires actions long/short doivent régulièrement produire des rendements supérieurs au premier quartile pour justifier la structure de rémunération acceptée par les investisseurs des fonds alternatifs. Les investisseurs incapables d'identifier les tout meilleurs devraient s'en tenir à des stratégies d'investissement passives.

Le portefeuille de fonds à performance absolue de Yale donne un exemple du potentiel de cette classe d'actifs et conforte les attentes venant des caractéristiques fondamentales des stratégies de performance absolue. Décrété classe d'actifs à part entière en 1990, le premier portefeuille procura un rendement de 13,2 % par an pendant les dix-sept ans se terminant le 30 juin 2007. Avec un niveau de risque remarquablement faible de 5,7 % (calculé en déviation standard), la relation rende-

ment/risque indique que les gestionnaires ont su exploiter avec fruit les anomalies de marché[1]. Le pouvoir diversifiant du portefeuille de fonds à performance absolue a dépassé les attentes, ne démontrant pratiquement aucune corrélation avec les actions domestiques (0,02 par rapport à l'indice Wilshire 5000) ni avec les obligations domestiques (0,02 par rapport à l'indice Lehman Brothers Government Corporate).

Le biais dû aux faillites et aux nouveaux entrants

Comme d'autres actifs alternatifs, les investissements à performance absolue manquent d'indices de référence, ce qui oblige les investisseurs à chercher ailleurs pour pouvoir définir les caractéristiques de cette classe d'actifs. À cause de l'historique institutionnel limité d es fonds ayant un objectif de performance absolue, la compréhension de ses caractéristiques quantitatives s'avère plus difficile à acquérir que celle du marché immobilier, des fonds spécialisés dans le rachat d'entreprises avec effet de levier (LBO) ou du capital-risque. Ceux qui étudient des approches d'investissement plus anciennes jouissent des avantages de plus de trois décennies de données sur les performances des gestionnaires actifs, qui décrivent l'expérience des investisseurs institutionnels et fournissent des indices précieux sur les caractéristiques de leurs performances. La pauvreté des données concernant les stratégies de performance absolue exige des investisseurs qu'ils se tournent vers d'autres méthodes d'évaluation des caractéristiques de cette classe d'actifs.

Le biais dû aux faillites et aux performances historiques rétrospectives des nouveaux entrants pose un problème sérieux à ceux qui investissent dans les titres cotés. La liquidité de ce marché facilite l'engagement et le désengagement par rapport aux gestionnaires sur actions ou sur obligations, ce qui conduit à une certaine effervescence dans le domaine des gestionnaires actifs. Les gestionnaires médiocres disparaissent (le biais dû aux faillites) et ceux dont les résultats sont solides arrivent sur le marché (le biais dû aux nouveaux entrants), modifiant constamment les caractéristiques des critères utilisés dans la collecte des données servant à évaluer les gestionnaires actifs.

Le turnover des gestionnaires représente un problème moins aigu pour les investisseurs dans des classes d'actifs illiquides. Les gestionnaires de participations non cotées altèrent la base de données avec une fréquence bien moindre que leurs pairs des titres cotés. Les institutions ont tendance à choisir les fonds immobiliers, de

1. Le ratio de Sharpe, une mesure du rendement généré par unité de risque, s'est élevé à 1,8 pour le portefeuille de fonds à performance absolue de Yale durant les 17 ans de son existence. En comparaison, les investissements passifs en actions et en obligations domestiques ont affiché des ratios de Sharpe respectifs de 0,9 et 0,7 sur des périodes équivalentes.

rachats d'entreprises avec effet de levier et de capital-risque parmi une liste relativement bien définie d'alternatives acceptables, menant à une définition assez cohérente du groupe de gestionnaires institutionnels en lice chaque année. Les véhicules d'investissement sur lesquels travaillent ces gestionnaires de participations non cotées écartent toute possibilité de dégagement rapide. Les résultats des participations non cotées, bons ou mauvais, ne se révèlent qu'au terme du partenariat, indépendamment du degré de confiance des investisseurs envers les gestionnaires des fonds.

Les fonds ayant un objectif de performance absolue souffrent de formes particulièrement aiguës de biais dus aux faillites et aux nouveaux entrants, en plus d'une instabilité élevée et d'un historique insuffisant. Comme un nombre important de nouveaux entrants (et aussi de moins nouveaux) échoue, les sociétés aux performances médiocres disparaissent. La jeunesse du secteur induit des fluctuations substantielles, car les gestionnaires affichant des performances attractives entrent dans le royaume de la reconnaissance par les institutionnels, ajoutant parfois des historiques de résultats époustouflants aux bases de données de les fonds ayant un objectif de performance absolue. La liquidité de ce marché permet des entrées et des départs rapides, générant l'instabilité de l'ensemble des données utilisées pour évaluer les performances des gestionnaires.

Les statistiques des performances passées des fonds alternatifs n'enseignent pas grand-chose sur les caractéristiques de ce secteur relativement nouveau du monde de l'investissement. Le biais dû aux faillites représente un problème multiforme pour les collecteurs de données historiques. Le fait que les sociétés de gestion aux résultats médiocres font plus souvent faillite que celles dont les résultats sont bons, conduit à surestimer les performances passées du secteur, car les compilations de données du groupe de gestionnaires en activité à un moment donné manquent inévitablement des informations provenant des sociétés de gestion ayant fait faillite. Dans le monde bien établi et très documenté des titres cotés traditionnels, le biais dû aux faillites est un problème significatif mais mesurable. Mais dans l'univers beaucoup moins stable et documenté des fonds alternatifs, ce biais crée une difficulté d'information plus grande.

Même lorsque les gestionnaires de bases de données essaient d'inclure les performances de sociétés de gestion ayant fait faillite, l'historique des performances reste incomplet. Comme la plupart des compilateurs de données se reposent sur des rapports de performance venant des fonds alternatifs eux-mêmes, la fidélité des historiques dépend de l'intégrité de ces derniers. Comme les fonds alternatifs en difficulté luttent pour rester dans le métier, la divulgation des performances à des tiers fournisseurs de bases de données passe après les défis quotidiens posés par la gestion de la crise.

Observez les rapports de LTCM, le fameux fonds alternatif qui faillit causer la banqueroute du système financier international. D'après le *New York Times*, la base de données de Tremont Capital Management, un des premiers fournisseurs de bases de données concernant les fonds alternatifs, ne contient les performances de LTCM que jusqu'à octobre 1997, presque un an avant son effondrement.

La performance de LTCM de son lancement à cette date (donc de mars 1994 à octobre 1997) s'élevait à 32,4 % nets par an, ce qui représente un rendement impressionnant pour des capitaux conséquents. De toute évidence, ces premières performances de LTCM ont gonflé les résultats globaux de l'industrie des fonds alternatifs. D'octobre 1997, qui constitue le dernier rapport de performance du fonds, à octobre 1998, date de sa faillite, ses rendements (pour autant qu'on puisse encore parler de rendements) furent de -91,8 %. Cette perte hallucinante n'apparaît nulle part dans les précieuses données de Tremont.

L'abîme béant qui s'étend entre les 32,4 % par an rapportés par Tremont et les -27 % par an effectifs produits par LTCM illustre le clivage existant entre la perception et la réalité. L'omission statistique de l'explosion de LTCM déforme les historiques d'une manière qui trompe profondément les investisseurs en ce qui concerne les caractéristiques de l'investissement dans les fonds alternatifs.

Les descriptions statistiques des rendements des fonds alternatifs souffrent souvent non seulement du biais dû aux faillites, mais également du biais dû aux nouveaux entrants et à leurs performances rétrospectives brillantes. Comme les fonds alternatifs devenaient populaires dans les années 90, seuls les fonds démontrant des historiques de performance satisfaisants se sont élevés au-dessus de la mêlée, attirant l'attention des observateurs de marché et l'argent des investisseurs. Les fonds dont les performances étaient médiocres se languissaient dans l'obscurité, ceux produisant des rendements solides attiraient l'argent et les éloges, entrant dans l'univers des conseillers en investissement et propulsant les rendements de l'ensemble de l'industrie. Dans de nombreux cas, les collecteurs de données ajoutèrent aux statistiques les performances passées des champions récemment découverts, provoquant une amélioration non représentative des performances passées de l'industrie dans son ensemble. Ce biais rétrospectif fit que les données sur les performances des fonds alternatifs surestimèrent la réalité de ce marché.

Les études universitaires qui analysent l'impact des biais dus aux faillites et aux nouveaux entrants en tirent des conclusions étonnantes. Dans une étude portant sur 3 500 fonds alternatifs et sur plus de dix ans, Roger Ibbotson, du Yale School of Management, concluait que le biais dû aux faillites ajoutait 2,9 points de pourcentage annuels aux rendements des fonds alternatifs, et que le biais dû aux nouveaux entrants

y ajoutait 4,6 points de pourcentage supplémentaires[1]. Au total, les erreurs dans la collecte des données gonflaient les rendements de 7,5 points de pourcentage par an, un écart énorme dans un monde où la différence entre la réussite et l'échec tient souvent à quelques dixièmes de pourcent. Burton Malkiel, de l'Université de Princeton, en examinant une base de données très connue, observa que, des 331 fonds alternatifs qui avaient fourni des données sur leurs résultats en 1996, plus de 75 % avaient disparu en 2004[2]. Comme on peut s'y attendre, les performances des survivants dépassaient celles des disparus. Mais il est étonnant de constater un écart de 7,4 points de pourcentage annuel entre les deux groupes. Pour cette période de huit ans, Malkiel estime que le biais dû aux faillites a gonflé les rendements de 4,4 points de pourcentage par an, et que le biais dû aux nouveaux entrants les a gonflés de 7,3 points de pourcentage. Les études d'Ibbotson et de Malkiel remettent en question l'utilité des bases de données concernant les fonds alternatifs. Les deux biais mentionnés comptent pour beaucoup dans les statistiques.

Les fonds alternatifs exposés au risque de marché

Observons deux catégories de fonds alternatifs : ceux qui évitent le risque de marché et ceux qui l'acceptent. Dans le cas des fonds qui se tiennent à l'écart du risque de marché, les investisseurs sans talent particulier ne méritent que les niveaux de rendement du marché monétaire. L'argument qui soutient cette assertion dépend du schéma de raisonnement qui sous-tend l'analyse des rendements des gestionnaires long/short. Ces stratégies qui n'exposent pas les capitaux au risque de marché dépendent seulement des performances solides de la gestion active pour réaliser des rendements dépassant ceux du marché monétaire.

De nombreuses stratégies de fonds alternatifs exposent les capitaux à différents types de risque systémique. En fait, Goldman Sachs et Merrill Lynch ont tous deux créé et commercialisé des fonds alternatifs synthétiques afin de simuler les composantes du monde des fonds alternatifs en termes de risque systémique. Le Factor Index de Merrill Lynch, qui utilise le S&P 500, le Russell 2000, le MSCI Emerging Markets, le U.S. DollarIndex et le One-Month LIBOR, pondère chacune de ces composantes pour produire des rendements similaires à ceux du Hedge Fund Research Weighted Composite Index (HFRI). Merrill Lynch vante la forte corrélation

---

1. Roger G. Ibbotson and Peng Chen, "The A, B, Cs of Hedge Funds: Alphas, Betas, and Costs", Yale ICF Working Paper No. 06-10, Yale International Center for Finance, September 2006, 2.

2. Burton G. Malkiel and Atanu Saha, "Hedge Funds: Risk and Return", *Financial Analysts Journal* 61, no. 6 (2005): 82.

existant entre le Factor Index et le HFRI, notant une corrélation de 95 % entre juin 2003 et juin 2006. Dans ses dépliants publicitaires, la banque d'investissement suggère que le Factor Index procure une exposition aux fonds alternatifs « d'une manière moins coûteuse, plus transparente et plus liquide »[1].

La notion d'investissement passif dans les fonds alternatifs met à mal la logique. Le concept de fonds alternatif repose sur une tentative de neutralisation de l'exposition au marché. L'idée que les rendements des fonds alternatifs puissent être expliqués et répliqués par un ensemble passif d'indices de marché suggère que les gestionnaires ne font pas leur travail et qu'ils trompent les investisseurs sur la marchandise. Si les investisseurs veulent vraiment faire varier leur exposition aux composantes du Factor Index de Merrill Lynch, ils n'ont qu'à modifier leurs allocations au S&P 500, au Russell 2000, etc. Le succédané que constitue une exposition passive aux fonds alternatifs ne peut en aucun cas entrer dans le portefeuille d'un investisseur sérieux.

Peut-être que l'exemple le plus flagrant de l'exposition des fonds alternatifs aux forces qui dirigent le marché nous vient du gestionnaire traditionnel qui monte simplement une structure de partenariat, la baptise « fonds alternatif », et se propose de toucher une prime de performance de 20 %. Dans de telles situations, le gestionnaire ne fait que recevoir 20 % des rendements du marché, une prime extrêmement élevée pour un facteur sur lequel il ne peut exercer aucun contrôle. Les structures de rémunération équitables sont celles qui récompensent les gestionnaires pour avoir ajouté de la valeur en manipulant des variables qui sont sous leur contrôle. Dans le cas d'un fonds actions traditionnel pleinement investi, le gestionnaire ne devrait être récompensé que de 20 % de la différence positive entre ses performances et celles d'un benchmark tel que le S&P 500 pour un gestionnaire de grosses capitalisations américaines, ou le EAFE pour un spécialiste des actions étrangères. Dans le cas où le gestionnaire reçoit une partie des gains qui dépassent un benchmark, il est récompensé pour avoir ajouté de la valeur. Malheureusement, les structures des fonds alternatifs paient presque toujours les gestionnaires sur les plus-values brutes, ce qui équivaut pour eux à une rente sans risque. Sans incitation à battre le marché, les gestionnaires ne font que recevoir un pourcentage des gains générés automatiquement par l'exposition au marché. La prime de performance substantielle imposée par les structures de rémunération typiques des fonds alternatifs fait que la majorité écrasante de ces fonds ne sert pas les intérêts des investisseurs.

L'évaluation des rendements des fonds alternatifs exposés au marché pose des problèmes presque insurmontables, défiant même les investisseurs les plus sophis-

1. "Merrill Lynch Factor Index. An Alternative to Investable Hedge Fund Indices", Merrill Lynch, Global Markets and Investment Banking Group, September 2006.

tiqués. Discerner l'impact des vents portants (ou contraires) du marché de l'influence de la compétence (ou du manque de compétence) dans la sélection des titres s'avère être incroyablement difficile, surtout dans le cas où le gestionnaire investit sur un large éventail de marchés et effectue des ajustements fréquents de l'exposition. Mais quel que soit le niveau de discernement des investisseurs cherchant à se repérer dans l'univers des fonds alternatifs exposés au marché, le gestionnaire appliquant les normes de rémunération usuelles dans cette industrie reçoit une partie des rendements générés par la seule activité du marché, ce qui représente une récompense injuste pour des gains sur lesquels il n'exerce aucun contrôle.

Les fonds ayant un objectif de performance absolue et l'inflation

Comme les investissements visant un objectif de performance absolue sont caractérisés par une courte durée, les portefeuilles bien structurés dans ce domaine démontrent une forte sensibilité au coût de l'argent à court terme. Dans les transactions basées sur l'arbitrage de fusion-acquisition ou orientées sur la valeur, les investisseurs clôturent leurs positions en l'espace de quelques mois, les positions les plus longues ne durant pas plus d'un ou deux ans. Comme les investisseurs orientés sur les opérations de marché intègrent le coût des fonds dans leur équation, lorsqu'ils initient une nouvelle position, leurs calculs reflètent le coût de l'argent du moment. De la même manière, les rendements monétaires engrangés grâce aux ventes à découvert par l'investisseur long/short orienté sur la valeur rentrent dans le cadre des coûts de l'argent à court terme. Et comme le marché monétaire a tendance à refléter les taux d'inflation, le portefeuille de performance absolue à court terme les reflétera également.

La convergence d'intérêts

La prime de performance typique payée par l'investisseur dans les structures de rémunération des fonds alternatifs donne l'occasion aux gestionnaires de léser les intérêts des investisseurs. Dans le cas où le fonds alternatif engrange des gains, le gestionnaire reçoit en partage une proportion substantielle des profits. Dans le cas de pertes, l'investisseur porte seul le fardeau. L'asymétrie de la structure des primes favorise clairement le gestionnaire de fonds.

Un co-investissement conséquent de la part du gestionnaire contribue à réduire, sinon à éliminer, le dysfonctionnement dû à la prime de performance. Dans le cas où le fonds alternatif produit une bonne performance, le gestionnaire engrange des revenus à la fois par son co-investissement et par la prime de performance. Dans le cas où le fonds perd de l'argent, le co-investissement du gestionnaire fait qu'il partage la douleur de l'investisseur. Un engagement du capital du gestionnaire aux côtés de celui de l'investisseur réduit beaucoup la divergence de leurs intérêts.

Les caractéristiques du marché des fonds ayant un objectif de performance absolue

Au 31 décembre 2006, le secteur des fonds alternatifs comprenait environ 12 500 entreprises, contrôlant ensemble plus de 1 500 milliards de dollars de capitaux[1]. De plus, comme de nombreux fonds alternatifs utilisent un fort effet de levier, leur pouvoir d'achat réel dépasse leurs capitaux. De ces 1 500 milliards de dollars, environ 880 millions suivent des stratégies pouvant être classées dans les fonds ayant un objectif de performance absolue.

Résumé

Les stratégies de performance absolue exigent une gestion active, car sans accepter le risque de marché ni identifier des anomalies dans les cours des titres, les investisseurs ne peuvent s'attendre qu'à des rendements monétaires. Comme la définition des fonds ayant un objectif de performance absolue repose sur une absence de corrélation avec les titres cotés traditionnels, l'exploitation des anomalies de certains titres forme la base de cette classe d'actifs. Les gestionnaires orientés sur les opérations de marché génèrent des plus-values en menant des recherches approfondies dans des domaines complexes de l'ensemble des opportunités qu'offrent les marchés, des segments souvent négligés par la masse des analystes. Les gestionnaires orientés sur la valeur essaient d'ajouter de la valeur en identifiant des titres sur ou sous-évalués, créant ainsi des portefeuilles dont les positions acheteuses et vendeuses neutralisent l'exposition au marché. Les portefeuilles de fonds

1. Kevin Mirabile and Rosemarie Lakeman, *Observations on the Rapid Growth of the Hedge Fund Industry*, Barclays Capital, 2004, 2.

de performance absolue bien gérés procurent une source de diversification à haut rendement et à risque faible.

L'investissement dans les fonds ayant un objectif de performance absolue s'adresse aux investisseurs qui pensent que l'apport de fonds à des gestionnaires de haut niveau qui opèrent sans contraintes va conduire à des performances impressionnantes, indépendamment des hauts et des bas des titres cotés traditionnels. En réalité, l'expérience de nombre d'investisseurs institutionnels avertis montre que les portefeuilles de performance absolue bien structurés procurent des rendements élevés et non corrélés à ceux des marchés, accompagnés d'un risque faible, ajoutant ainsi une diversification extrêmement précieuse à leur portefeuille global. Bien sûr, les investisseurs qui réussissent dans les fonds ayant un objectif de performance absolue consacrent une quantité considérable de ressources à l'identification, à l'engagement contractuel et au suivi de gestionnaires de haut niveau.

Les fournisseurs de statistiques concernant les fonds alternatifs nous présentent un tableau enjolivé très éloigné de la réalité. Les études universitaires montrent que les biais dus aux faillites et aux nouveaux entrants se combinent pour gonfler les performances rapportées de presque dix points de pourcentage par an. Une vision claire des rendements des fonds alternatifs découragerait de nombreux investisseurs sérieux d'entrer dans cette arène.

En plus des difficultés énormes à identifier un groupe de gestionnaires vraiment talentueux et à surmonter l'obstacle de systèmes de rémunération désavantageux pour eux, les investisseurs sont confrontés à une divergence fondamentale d'intérêts créée par la prime de performance incluse dans la plupart des structures de rémunération des fonds alternatifs. Les investisseurs ne trouvent une convergence d'intérêts que dans les situations où le gestionnaire investit massivement ses fonds propres avec ceux des investisseurs.

Les approches de sélection de fonds manquant de rigueur mènent à des déceptions presque certaines. L'investissement dans les fonds ayant un objectif de performance absolue appartient au domaine des investisseurs sophistiqués qui consacrent des ressources importantes au processus d'évaluation des gestionnaires. Bien que les promesses des fonds alternatifs semblent attractives pour de nombreux intervenants, les investisseurs qui ne parviennent pas à dénicher les gestionnaires actifs réellement talentueux sont confrontés à une réalité bien terne. En l'absence d'une sélection de titres particulièrement bien réfléchie, les stratégies d'investissement qui évitent l'exposition au marché procurent des rendements semblables à ceux du marché monétaire. Les structures de rémunération coûteuses typiques des fonds de performance absolue érodent des rendements monétaires déjà minces jusqu'à atteindre un niveau inacceptable, surtout lorsqu'on les ajuste au risque. Ceux qui investissent dans

les fonds ayant un objectif de performance absolue découvrent que la production de rendements ajustés au risque supérieurs à la moyenne constitue une prouesse redoutable.

LES ACTIFS RÉELS

Les actifs réels sont des véhicules d'investissement qui démontrent une forte corrélation avec l'inflation. De nombreux investisseurs, y compris des fonds de réserve de l'enseignement supérieur, recherchent une protection contre l'inflation afin de stabiliser leurs activités budgétaires sensibles à l'inflation. Les actifs réels incluent les obligations d'État indexées sur l'inflation, l'immobilier, l'exploitation forestière, ainsi que le pétrole et le gaz naturel.

Le niveau de protection contre l'inflation varie selon le type d'actifs réels. Les obligations d'État indexées sur l'inflation (TIPS en américain) suivent avec précision l'inflation, au moins telle qu'elle est mesurée par l'indice des prix à la consommation. Les réserves de pétrole et de gaz naturel sont valorisées en relation directe avec le prix de l'énergie, qui représente une composante importante de la mesure de l'inflation. L'exploitation forestière entretient une relation similaire avec l'indice des prix, bien que le bois joue un rôle beaucoup moins important que l'énergie dans l'augmentation générale des prix. Les biens immobiliers sont moins directement corrélés à l'inflation que des denrées telles que l'énergie et le bois, mais lorsque les marchés immobiliers sont à l'équilibre, un lien très fort existe entre l'immobilier et l'inflation.

Mis à part le fait de protéger les portefeuilles contre l'inflation, les actifs réels procurent de hauts niveaux de cash flow et (dans la plupart des cas) des rendements espérés attractifs. Contrairement aux indices des matières premières, qui n'apportent à l'investisseur qu'une exposition aux fluctuations des cours, des investissements en actifs réels bien structurés et correctement sélectionnés apportent cette même exposition assortie d'un taux de rendement intrinsèque. Par exemple, les achats de réserves de pétrole et de gaz naturel des deux dernières décennies ont généré des taux de rendement à deux chiffres bien supérieurs à l'augmentation du prix de l'énergie durant cette période. Le taux de rendement intrinsèque s'ajoute aux fluctuations de cours.

À l'avenir, le choix d'actifs réels pourrait s'étendre au-delà des investissements conservateurs dans les TIPS ou des investissements à haut rendement dans l'immobilier, le pétrole et le gaz, ou l'exploitation forestière. L'exposition aux seules variations de cours présente peu d'intérêt pour l'investisseur sensé, car les plus-values à

long terme sont à peu près égales aux taux d'inflation. Les TIPS procurent des rendements semblables à l'inflation avec beaucoup moins de risque que les investissements en matières premières. Les achats de réserves de pétrole et de gaz, ainsi que les investissements forestiers, procurent aux investisseurs une exposition aux cours des matières premières et un taux de rendement intrinsèque, dépassant ainsi la seule exposition aux fluctuations des cours. Si les marchés procurent à l'avenir d'autres opportunités liées aux matières premières, permettant à la fois de tirer parti de l'exposition aux fluctuations de cours et de recevoir un taux de rendement intrinsèque, alors ces actifs pourraient s'élever au rang d'alternatives intéressantes.

Les actifs réels jouent un rôle important dans les portefeuilles, particulièrement pour les investisseurs qui sont aux prises avec des contraintes de budget liées à l'inflation. Le pouvoir de diversification venant de la corrélation avec l'inflation et le taux de rendement intrinsèque généré en plus de l'exposition aux fluctuations de cours, plaide pour une allocation significative aux actifs réels.

Les obligations indexées sur l'inflation

En janvier 1997, le Trésor américain a commencé à émettre des TIPS, créant ainsi un nouvel outil important pour les investisseurs en dollar. Les TIPS protègent les investisseurs d'une augmentation des prix en ajustant le prix nominal de l'obligation à l'inflation. Comme le taux fixe du coupon des TIPS s'applique à la valeur nominale ajustée, aussi bien les intérêts que la valeur de l'obligation reflètent les changements de taux d'inflation.

La combinaison d'une qualité de crédit extraordinaire et d'une protection précise contre l'inflation fait que les TIPS procurent des rendements réels modestes. Pendant la période où Lehman Brothers suivait les rendements réels des TIPS, les rendements indexés sur l'inflation allaient de 1,3 à 2,5 %, avec une moyenne de 1,9 %[1]. Les investisseurs paient le prix fort, sous la forme de rendements espérés faibles, en échange du double aspect conservateur des TIPS.

De la même manière que les obligations du Trésor ordinaires sont un instrument sans risque pour les investisseurs souhaitant recevoir des revenus réguliers sur la valeur du nominal, les TIPS sont un instrument sans risque pour les investisseurs souhaitant recevoir des revenus réels réguliers.

En se basant sur un émetteur identique, un statut dénué de tout risque de crédit et des similitudes structurelles dans le paiement des intérêts et du nominal, de nombreux

1. Ces données couvrent la période allant de mai 2004 à décembre 2006.

observateurs regroupent les obligations ordinaires du Trésor et les TIPS. En fait, quand le Trésor a commencé à émettre des TIPS, Lehman Brothers, le créateur des indices obligataires les plus largement suivis, les a placés dans un groupe comprenant également des obligations du Trésor ordinaires.

L'erreur qui consiste à regrouper les TIPS avec les obligations ordinaires tient à la réaction fondamentalement différente de ces deux types d'obligations à une inflation inattendue. Une telle inflation nuit aux obligations ordinaires en diminuant le pouvoir d'achat des coupons. À l'inverse, elle profite aux TIPS sous la forme de rendements plus élevés car ceux-ci sont indexés à l'augmentation des prix. Une déflation inattendue profite aux obligations ordinaires en augmentant le pouvoir d'achat des coupons. À l'inverse, elle nuit aux TIPS en réduisant le paiement des intérêts, bien qu'une déflation ne diminue en rien le règlement final de la valeur nominale. Les TIPS, loin d'appartenir à la catégorie des obligations ordinaires, appartiennent à la classe des actifs réels.

La comparaison d'un bon du Trésor et d'un TIPS illustre la différence essentielle existant entre les deux instruments. Observez le bon du Trésor à 4,25 % janvier 2011 et le TIPS à 3,5 % janvier 2011. À la fin de l'année 2006, l'obligation ordinaire et le TIPS rapportaient respectivement 4,7 et 2,4 % à maturité. Comme les deux instruments possèdent des caractéristiques de crédit et des dates de maturité identiques, leur différence de rendement ne peut venir que des attentes en matière d'inflation. Le différentiel de 2,3 points de pourcentage entre eux représente l'estimation du marché concernant le niveau d'inflation prévu à leur maturité. Si l'inflation dépasse 2,3 %, le détenteur de TIPS est gagnant. Si l'inflation est inférieure à 2,3 %, c'est le détenteur d'obligations ordinaires qui est gagnant.

À maturité, les détenteurs de TIPS reçoivent un bonus éventuel, car ces obligations sont remboursées du montant le plus élevé entre la valeur nominale originelle et le plus haut niveau d'indexation à l'inflation constaté pendant leur durée de vie. Dans un environnement déflationniste, les détenteurs profitent du règlement intégral de la valeur nominale originelle. Dans un environnement inflationniste, la possibilité de recevoir à maturité un montant supérieur à la valeur nominale originelle est intéressante au moment de l'émission. Suivant l'augmentation générale des prix, la valeur nominale indexée s'accroît, créant ainsi une plus-value. Si une situation déflationniste se développe, cette plus-value accumulée se dissipe avant la date de maturité. Les investisseurs qui souhaitent jouir du maximum de protection de la valeur nominale font constamment rouler leurs positions en TIPS sur des émissions plus récentes.

Certains gouvernements étrangers émettent des titres indexés sur l'inflation. Comme pour les obligations américaines ordinaires, les investisseurs doivent approcher la dette étrangère avec la plus grande prudence. Le Royaume-Uni, le Canada,

la Suède, la France, l'Italie, l'Allemagne, la Grèce, le Japon, l'Australie et la Nouvelle-Zélande émettent d'importants programmes d'obligations indexées sur l'inflation. Comme les obligations d'État étrangères sont en général remboursées en devise locale, les investisseurs américains sont confrontés au risque de change. Cette combinaison de taux d'inflation différents et de taux de change futurs inconnus rend les obligations indexées étrangères impropres à la protection contre l'inflation aux États-Unis.

L'émission d'obligations d'entreprises américaines indexées sur l'inflation pose un ensemble de problèmes différents. Comme c'est le cas pour des obligations ordinaires du secteur privé, les obligations non cotées indexées subissent généralement le risque de crédit, l'illiquidité, et la possibilité gênante d'un remboursement anticipé. De plus, les investisseurs doivent réfléchir aux implications de détenir des titres privés indexés sur l'inflation dans un environnement inflationniste fort. Au moment où la protection contre l'inflation s'avère être la plus précieuse, la capacité de l'entreprise à honorer sa dette devient moins probable.

Les TIPS et l'inflation

Les TIPS constituent la protection la plus parfaite contre l'inflation, car le calcul du paiement des intérêts établit une correspondance directe entre les rendements et l'inflation. La combinaison d'un risque de défaut nul et de la certitude d'une protection contre l'inflation fait de ces obligations du gouvernement américain un outil de construction de portefeuille indispensable aux investisseurs.

La convergence d'intérêts

Les TIPS partagent avec les obligations ordinaires du Trésor un équilibre entre les intérêts du débiteur et ceux des créanciers. Contrairement à la relation entre les emprunteurs et les prêteurs du secteur privé, dans laquelle les emprunteurs cherchent leur profit au détriment des prêteurs, le gouvernement essaie de mettre en place une relation équitable entre les deux partenaires de la transaction.

En promouvant les TIPS, le Département du Trésor en souligne les avantages à la fois pour le créancier et pour le débiteur. Du point de vue du créancier, les TIPS apportent une contribution remarquable à tout portefeuille diversifié. Et du point de vue du débiteur, les TIPS « permettent au Trésor d'élargir sa base d'investisseurs et de diversifier ses risques de financement »[1]. Cette approche équitable différencie le gouvernement américain des emprunteurs privés qui cherchent à tout prix leur profit exclusif.

Les caractéristiques du marché des TIPS

Au 31 décembre 2006, les émissions de TIPS ne s'élevaient qu'à 369 milliards de dollars. Démarré en janvier 1997, ce programme procure aux investisseurs une alternative précieuse pour la diversification. Fin 2006, les TIPS promettaient un rendement réel (donc après inflation) de 2,4 % avec une maturité moyenne de 9,6 ans et une duration de 6,4 ans.

Résumé

Bien que les TIPS ne représentent que 17 % de la totalité des obligations du Trésor, leur sensibilité à l'inflation constitue un ajout attractif à l'ensemble des outils disponibles aux investisseurs. Soutenus par la garantie absolue du gouvernement, les TIPS servent de benchmark aux autres investissements sensibles à l'inflation.

L'immobilier

Les investissements dans le domaine de l'immobilier procurent aux investisseurs une exposition aux avantages et aux risques de la propriété d'immeubles de bureaux, de logements, d'entrepôts industriels et de commerces. Des biens immobiliers de qualité procurent de hauts niveaux de rendement générés par des contrats à long terme signés avec des locataires dignes de confiance. Les biens qui procurent des rendements soutenus affichent des valorisations stables, car une partie importante de leur valeur vient de leurs rendements relativement prévisibles. À l'inverse, les biens qui procurent des rendements incertains, comme c'est le cas pour les baux proches de leur expiration où les propriétaires encourent le risque de relocation, affichent une variabilité à court terme importante de leur valeur. Dans le cas extrême de biens ne procurant aucun rendement, l'immobilier devient spéculatif car la valorisation dépend alors entièrement des perspectives futures de location.

Les actifs immobiliers combinent les caractéristiques des obligations et celles des actions. Leurs caractéristiques obligataires viennent de l'obligation contractuelle assujettissant les locataires au paiement régulier des loyers. Les biens assortis de baux à long terme démontrent des caractéristiques proches de celles des obligations.

---

1. Treas.gov, "Key Initiatives", http://www.treas.gov/offices/domesticfinance/key-initiatives/tips.html.

Les caractéristiques actions viennent de la valeur intrinsèque associée aux loyers attendus de biens actuellement ou bientôt vacants. Les biens sans locataires, ou dont les locataires ne sont engagés qu'à court terme, présentent des caractéristiques semblables à celles des actions.

Les investissements immobiliers typiques consistent en des immeubles de qualité bien situés, au bail correctement rédigé, qui permettent aux investisseurs d'anticiper des rendements réguliers pendant une durée suffisamment longue avant de devoir être reloués. Les biens connaissant un turnover important au niveau des locataires ne correspondent pas à ce critère d'investissement, car leurs caractéristiques opérationnelles déterminent en grande partie le rendement, faisant ainsi de ces biens des investissements proches des actions. Les investissements immobiliers de base n'incluent pas les terrains nus, les constructions en cours ni les hôtels, principalement parce que ces investissements reposent sur l'expertise opérationnelle afin de pouvoir procurer des rendements.

Les caractéristiques de rendement et de risque

Les rendements et les risques de l'immobilier se tiennent entre ceux des obligations et ceux des actions. Avec des rendements locatifs ressemblant aux obligations et une valeur fluctuante rappelant les actions, les investisseurs s'attendent à des résultats intermédiaires du marché obligataire et du marché actions. Les données d'Ibbotson Associates pour les quatre-vingts dernières années indiquent que les actions ont rapporté 10,4 % par an et les obligations, 5,4 % par an. La moyenne des deux suggère que ceux qui investissent dans l'immobilier doivent s'attendre à des rendements réalistes de 2,5 points de pourcentage supérieurs à ceux du marché obligataire.

Presque deux décennies de données confirment cette notion. Les rendements pour la période allant de 1987 à 2006 et concernant un indice large de l'immobilier s'élèvent à 8,4 % par an, soit à peu près entre les 11,8 % du S&P 500 et les 6,5 % des obligations à moyen terme du Trésor américain[1]. L'histoire des marchés financiers confirme ces attentes concernant les rendements relatifs de l'immobilier.

La valorisation des biens immobiliers pose moins de difficultés que celle de nombreux autres actifs risqués. Observez le fait que, les marchés étant à l'équilibre, le coût de remplacement des actifs existants constitue une composante importante de leur valeur de marché. En fait, le marché immobilier fournit un exemple frappant de l'efficience du ratio « q » de Tobin, ce ratio de la valeur de marché sur le coût de

1. Sources : Bloomberg ; LehmanLive ; National Association of Real Estate Investment Trusts.

remplacement d'un actif. Si la valeur de marché d'un actif immobilier dépasse son coût de remplacement, la mise en œuvre de la construction d'un tel produit se trouve justifiée économiquement. En clair, dans de telles circonstances, le taux de rendement exprimé en pourcentage du coût d'un immeuble nouvellement construit dépasserait celui d'un immeuble existant au prix d'achat plus élevé, créant ainsi une incitation à construire des immeubles neufs aux rendements plus conséquents. À l'inverse, si le coût de remplacement dépasse la valeur de marché, la construction de nouveaux immeubles n'a plus aucun sens. Dans une telle situation, le taux de rendement par rapport au coût de construction est inférieur à celui d'immeubles existants moins coûteux à l'achat. Au lieu de faire construire, les intervenants rationnels achètent des biens existants, faisant ainsi monter les prix au-dessus du coût de remplacement.

Le ratio « q » de Tobin s'avère particulièrement utile sur le marché immobilier, car le coût de remplacement constitue une variable facile à déterminer. Bien que le ratio « q » fournisse un aperçu sur la valorisation individuelle d'une entreprise, d'un segment de marché plus large ou même de la totalité du marché actions, les difficultés liées au calcul du coût de remplacement d'entreprises actuelles aux structures complexes et étendues s'avèrent insurmontables. À l'inverse, l'évaluation du coût de construction d'un centre commercial de banlieue ou d'un immeuble de bureaux en centre-ville s'avère beaucoup plus simple. En fait, de nombreux investisseurs expérimentés évaluent le coût de remplacement d'un bien immobilier puis utilisent ce prix comme critère d'investissement lorsqu'ils achètent des biens immobiliers.

Les biens privés et les biens publics

Les investissements immobiliers possèdent la particularité inhabituelle d'offrir de nombreux véhicules d'investissement à la fois sur le marché public et sur le marché privé. La distinction entre les affaires immobilières publiques et les affaires non cotées réside dans leur forme et non dans leur substance. Les biens publics autant que privés exposent les investisseurs aux avantages et aux risques du marché immobilier.

De nombreux investisseurs dans l'immobilier profitent d'un véhicule d'investissement original, le *Real Estate Investment Trust* ou REIT[1]. Un REIT, contrairement à une entreprise ordinaire, ne paie pas d'impôts sur le revenu à condition qu'il distribue au moins 90 % de ses revenus et que ceux-ci soient générés pour au moins 75 % par l'encaissement de loyers et d'intérêts de crédit et par les ventes de biens

1. Les REIT sont des fonds immobiliers correspondant peu ou prou aux SCPI (sociétés civiles de placement immobilier) de droit français (NdT).

immobiliers[1]. Les REIT servent de structure de transition dans laquelle les revenus sont incorporés aux actions sans être taxés, puis transférés aux actionnaires qui prennent sur eux la responsabilité de les déclarer à l'Administration fiscale. Les REIT existent aussi bien sur le marché public que sur le marché privé.

Même si les véhicules d'investissement immobilier échangés sur le marché public et sur le marché privé exposent les investisseurs au marché immobilier, les titres traités sur le marché public s'échangent souvent à des prix qui dévient de leur valeur réelle. Green Street Advisors, un bureau de recherches très en vue qui se concentre sur les titres du secteur immobilier du marché public, a pour habitude d'étudier les anomalies entre le prix du marché et la valeur réelle. Les résultats sont époustouflants pour les investisseurs. En 1990, selon l'estimation de Green Street, les titres du secteur immobilier se traitaient à –36 % de leur valeur réelle. En 1993, le marché actions s'est retourné, valorisant les titres du secteur immobilier à 28 % de plus que leur valeur réelle. Le mouvement de yoyo a continué. Fin 1994, le rabais atteignait 9 % tandis qu'en 1997, les investisseurs sur le marché actions payaient une prime de 33 % par rapport à la valeur réelle. À la fin des années 90, un marché médiocre pour les actions du secteur immobilier (qui coïncidait à un marché puissamment haussier pour toutes les autres actions) a conduit les valorisations à –20 % de la valeur réelle, un niveau atteint début 2000. Et quand les autres secteurs du marché actions sont entrés en territoire baissier, les titres du secteur immobilier ont connu un rallye haussier qui les a menés à une prime de 22 % par rapport à la valeur réelle début 2004. Fin 2006, ce segment de marché se tenait à peu près à l'équilibre, affichant une prime modeste de 2 % par rapport à la valeur réelle[2]. Les variations importantes entre les cours et la valeur réelle sur les marchés publics a diminué la corrélation entre les rendements des actifs échangés sur les marchés publics et ceux des actifs détenus sur les marchés privés[3].

Les anomalies entre les cours et la valeur réelle perturbent les intervenants à court terme, car la prime payée lors de l'achat et l'éventuel rabais consenti lors de la vente détériorent les rendements. Pour les investisseurs avisés, les déviations entre les cours et la valeur réelle permettent des achats à bon compte et des ventes sur les plus hauts afin d'améliorer les performances du portefeuille. Les investisseurs à plus long terme sont moins confrontés aux problèmes concernant les cours et la

1. National Association of Real Estate Investment Trusts, "Forming and Operating a Real Estate Investment Trust", http://www.nareit.com/aboutreits/formingaREIT.cfm.

2. Marc Cardillo, Robert Lang, Maggie Patton, and Andrew Heath, "U.S. Real Estate and REIT Investing. Executive Summary", *Cambridge Associates*, 2007.

3. Green Street Advisors, "REIT Share Price Premiums to Green Street NAV Estimates", http://www.greenstreetadvisors.com/premnav.html.

valeur réelle, car sur un horizon d'investissement plus éloigné, les variations à court terme comptent moins. Les investisseurs attentifs soit exploitent les différences entre les cours et la valeur réelle, soit moyennent à la baisse afin d'entrer et de sortir du marché lorsque celui-ci dévie substantiellement de la valeur réelle.

Bien que des exceptions existent, les titres du secteur immobilier traités sur les marchés publics procurent en général une exposition peu onéreuse à des ensembles d'actifs immobiliers de relativement bonne qualité. Les anomalies entre les cours et la valeur réelle créent pour les investisseurs des opportunités de bâtir des portefeuilles en profitant de prix attractifs. Lorsque les REIT tombent en défaveur, les analystes expliquent pourquoi les actions du secteur traitées sur les marchés publics méritent un rabais par rapport aux actifs privés, avec des justifications allant de l'illiquidité à l'incompétence des dirigeants, en passant par les frais d'entrée prohibitifs ou la rigidité structurelle des REIT. Lorsque les REIT sont très recherchés, les mêmes analystes prétendent que les véhicules accessibles au public méritent une prime pour de bonnes raisons comme la liquidité (sic !), l'expertise du management, les économies d'échelle et les avantages de la structure juridique des REIT. Indépendamment de la mode du moment, les investisseurs sensés favorisent les REIT lorsqu'ils s'échangent avec un rabais par rapport à la valeur du marché privé, et les évitent lorsque leurs actions sont vendues avec une prime.

La gestion active

Les inefficiences de prix créent des opportunités pour la gestion active. Les investisseurs augmentent les rendements et diminuent le risque en exerçant un jugement critique dans la sélection des actifs et en enquêtant sur la compétence des gérants des biens immobiliers.

L'immobilier se prête à la gestion active car les anomalies de prix créent pour les investisseurs avisés des opportunités de profits. La tâche qui consiste à identifier les biens sur ou sous-évalués n'est pas insurmontable, car les valorisations dépendent de variables facilement observables. Le calcul du coût de remplacement pour un actif fournit une information importante sur la valeur d'un immeuble bien placé. Les informations sur les loyers actuels, combinées aux projections sur les loyers futurs et à une estimation de la valeur intrinsèque, fournissent un aperçu des rendements facile à analyser. Les ventes de biens comparables fournissent des données fiables sur la volonté des investisseurs d'acheter les murs ou d'encaisser les loyers. Les décisions de gestion active pour l'immobilier sur la base des caractéristiques fondamentales du coût de remplacement, des rendements enregistrés et des

ventes d'actifs similaires, procurent des points de référence clairs dont on ne peut pas disposer pour la plupart des autres classes d'actifs.

L'acquisition de l'immeuble Sony. L'acquisition par Douglas Emmett en 1993 de l'immeuble Sony situé à Burbank, en Californie, illustre certains outils de valorisation très importants. Los Angeles faisait partie des secteurs immobiliers les plus durement touchés par la débâcle foncière du début des années 90, avec des taux de vacance atteignant 24 % pour les bureaux situés en ville. En conséquence, le prix de ces bureaux baissa spectaculairement. Lors d'une transaction, Sam Zell, le célèbre raider, acheta l'immeuble Two California Plaza pour 100 millions de dollars, environ le quart de ce qu'avait coûté sa construction quelques années auparavant.

Près de Burbank, un marché assez différent, soutenu par des fondamentaux beaucoup plus solides, déclinait également, souffrant de sa proximité avec Los Angeles. Dans ce tumulte, afin de mener à bien un programme de rationalisation de l'entreprise, Coca Cola décida de vendre les murs de son ancienne filiale, Sony Pictures. Le prix de vente de 83 millions de dollars, comparé au coût de construction de plus de 120 millions, procurait à l'acheteur un rabais de 30 % par rapport au coût de remplacement.

De plus, le versement des loyers suffisait à couvrir le crédit. 100 % de l'espace était loué à Sony, à une époque où son crédit était noté d'un simple A par Standard & Poor's. Si l'investisseur percevait les loyers dus par Sony, tout le capital investi pourrait être remboursé par le rendement annuel de 12,3 %. Ce rendement ne tenait pas compte de la valeur du bien à l'expiration du bail. En se basant sur des hypothèses raisonnables concernant le renouvellement du bail et la plus-value immobilière, le rendement passait d'environ 20 à environ 25 % par an. Dans un environnement de taux d'intérêt où les bons du Trésor de maturité comparable rapportaient 6,5 %, les versements réguliers de Sony, une entreprise relativement solide, représentaient un rendement conséquent pour une transaction comportant beaucoup d'avantages et peu d'inconvénients.

Ces données historiques sur les ventes immobilières en disent moins long sur l'attractivité de l'immeuble Sony que sur le timing de la transaction. Le manque de demande pour cet immeuble et pour d'autres biens immobiliers du secteur indiquait une opportunité contrarienne d'achat d'actifs profondément tombés en disgrâce, et non une absence de valeur. Rassurés par les rabais substantiels consentis par rapport au coût de remplacement et par les garanties élevées dues aux notations de crédit des locataires, les investisseurs s'engageaient avec confiance sur un marché maussade. Et lorsque le moral s'améliore au point que les intervenants du marché immobilier affirment que le caractère irremplaçable des actifs justifie une prime significative

par rapport au coût de remplacement, et qu'une forte demande du côté des locataires présage de rendements futurs plus élevés que les bas rendements actuels, alors les investisseurs contrarien proposent leurs immeubles à la vente.

L'exemple frappant de l'immeuble Sony, doté d'aménagements luxueux[1], promettait un rendement plus que satisfaisant accompagné de la protection d'un prix d'achat très inférieur à son coût de remplacement.

En fait, Les caractéristiques attractives de l'achat de l'immeuble Sony se sont traduites par des résultats d'investissement tout aussi attractifs. Quand Douglas Emmett transforma les actifs immobiliers de sa société en REIT, en octobre 2006, chaque actif fut l'objet d'une évaluation de la part d'un expert indépendant, afin de valider la valorisation des actions du REIT. En se basant sur la valeur estimée, l'immeuble Sony (qui s'appelle maintenant Studio Plaza) a généré un rendement de plus de 20 % par an depuis son acquisition. Les clients de Douglas Emmett ont engrangé de belles plus-values grâce à son instinct contrarien et à son expertise dans la gestion immobilière.

La spécialisation du gestionnaire. Les investisseurs ont en général intérêt à engager des spécialistes pour gérer les investissements immobiliers d'un fonds. Les experts d'un secteur géographique ou d'un type particulier de biens immobiliers (bureaux, commerces, logements, locaux industriels) jouissent d'un avantage important par rapport aux généralistes, qui dispersent leurs ressources tous azimuts. La spécialisation mène à une meilleure compréhension de la dynamique particulière à chaque marché, permettant à un gestionnaire de se concentrer sur la masse relativement statique d'immeubles de bureaux en centre-ville, et à un autre de se consacrer à l'univers toujours changeant des immeubles industriels de banlieue. De la même manière, un gestionnaire peut se spécialiser dans les centres commerciaux gigantesques, et un autre dans les petits commerces de quartier. En concentrant leurs ressources sur un segment de marché étroit, les gestionnaires de fonds immobiliers effectuent de meilleurs achats, de meilleures ventes, et prennent de meilleures décisions quotidiennes en termes de gestion.

Les investisseurs choisissant de sélectionner un groupe de gestionnaires spécialisés orientés sur la valeur créent des portefeuilles plus performants, au prix d'une diversification moins grande. En recherchant des opportunités d'investissement

1. Peter Guber et Jon Peters, les deux présidents de Sony Pictures à l'époque, avaient fait aménager somptueusement les deux derniers étages de l'immeuble pour un coût de plusieurs centaines de dollars au mètre carré. Ces améliorations étaient incluses dans le prix d'achat. Le risque limité de cette acquisition, accompagné de son potentiel de hausse, créait une source de revenus intégrant des caractéristiques d'investissement extrêmement attractives.

attractives, sélectionnées selon un processus *bottom-up*, les fonds se concentrent sur les classes d'actifs les plus délaissés. Par exemple, attirés par les valorisations relatives, certains investisseurs peuvent à un moment donné détenir des positions disproportionnées dans les petits commerces californiens ou dans les immeubles de bureaux de banlieue du Sud-Est, créant ainsi des écarts spectaculaires par rapport à n'importe quel indice large du secteur immobilier pris dans son ensemble. Même si les portefeuilles originaux ont tendance à démontrer une décorrélation importante avec le marché, un groupe de gestionnaires spécialisés bien sélectionnés offre le potentiel de procurer des résultats exceptionnels.

Les prix de l'immobilier et l'inflation

La relation étroite entre le coût de remplacement et la valeur de marché produit l'une des caractéristiques d'investissement les plus attractives de l'immobilier : une forte corrélation avec l'inflation. Comme le coût de la main-d'œuvre et des matériaux utilisés dans la construction des immeubles augmentent avec l'inflation, le coût de remplacement des biens immobiliers suit celle-ci de près. Cependant, même si le coût de remplacement réagit à l'augmentation générale des prix, la nature de la structure locative d'un actif influence la modification de sa valeur de marché par rapport aux pressions inflationnistes. Par exemple, un bien immobilier dont les baux sont à long terme et les loyers fixes, démontre peu de corrélation à court terme avec l'inflation. C'est seulement lorsque l'expiration du bail approche que l'inflation influence la valorisation du bien. Au contraire, les biens dont les baux sont à court terme démontrent une beaucoup plus grande sensibilité à l'inflation. De plus, certains baux autorisent explicitement les propriétaires à augmenter les loyers au rythme de l'inflation ou, dans le cas de commerces, à recevoir un pourcentage des ventes. De telles structures de bail réactives à l'inflation font que la valeur des biens reflète les mouvements de celle-ci.

L'importance du coût de remplacement à la fois dans l'analyse de la valeur du bien et dans sa sensibilité à l'inflation, repose sur des marchés reflétant un équilibre raisonnable entre l'offre et la demande. Dans les cas où l'offre immobilière ne suffit pas à répondre à la demande, les prix réagissent au déséquilibre, et non à leur relation avec le coût de remplacement ou l'inflation. À la fin des années 80, l'enthousiasme des investisseurs pour les immeubles commerciaux et les incitations fiscales à la construction se sont combinés pour créer une offre pléthorique dans le secteur. Ces excès ont contribué à la crise de l'épargne et du crédit, car de nombreux emprunteurs ont souffert de rendements immobiliers peu performants. Des biens de qualité mais loués dans de mauvaises conditions s'échangeaient au rabais par rapport à leur

coût de remplacement. Les prix réagissaient à la déconnection entre l'offre et la demande, et ne suivaient pas l'inflation. De la même manière, au début des années 2000, la baisse de la demande en bureaux qui a suivi l'éclatement de la bulle internet, a conduit à des vacations trop nombreuses et à une baisse des prix de l'immobilier de bureaux, dont la conséquence fut un déséquilibre qui a décorrélé les prix toujours plus bas d'une inflation toujours plus élevée. Si les marchés ne sont pas à l'équilibre, la relation entre les prix de l'immobilier et l'inflation disparaît. Mais quand les marchés sont à l'équilibre, la sensibilité à l'augmentation générale des prix représente une caractéristique particulièrement attractive de l'immobilier.

La convergence d'intérêts

Dans le domaine des REIT échangés sur les marchés publics, les investisseurs sont confrontés au même type de questions sur la convergence des intérêts que celles qui s'appliquent aux autres actions cotées. Comme pour l'ensemble du marché actions, les intérêts des actionnaires et des dirigeants coïncident généralement, mais imparfaitement.

Dans le monde des véhicules d'investissement privé dans l'immobilier, les investisseurs sont face à tout un éventail de structures d'investissement. À l'une des extrémités, les gestionnaires de qualité perçoivent des rémunérations fixes qui reflètent les coûts de gestion d'une société d'investissement, des primes de performance sur les profits dépassant le loyer de l'argent, et investissent leurs capitaux aux côtés de ceux de leurs clients. À l'autre extrémité, les gestionnaires moins intègres facturent des rémunérations fixes élevées, perçoivent des primes de performance calculées sur la plus-value brute, et n'investissent que l'argent de leurs clients.

Les caractéristiques du marché de l'immobilier

Les investisseurs dans le domaine de l'immobilier jouissent d'un nombre important d'opportunités à la fois sur les marchés publics et sur les marchés privés. Au 31 décembre 2006, le National Association of Real Estate Investment Trusts comptabilisait un ensemble de titres s'élevant à 436 milliards de dollars. Les REIT dans leur ensemble affichaient un dividende de 3,3 % et une prime de 2,2 % par rapport à leur valeur réelle.

À la même date, l'indice national de l'immobilier du NCREIF indiquait une valeur des actifs immobiliers de 247 milliards de dollars. Le groupe des investissements privés rapportait un dividende de 6,2 %, ce qui représentait une prime de 1,5 % par rapport au rendement des obligations à dix ans du Trésor.

Résumé

En termes de rendement et de risque, l'immobilier se trouve entre les actions et les obligations. La nature hybride des caractéristiques de cet investissement correspond aux traits fondamentaux de l'immobilier. Par nature sensible à l'inflation, l'immobilier procure une diversification intéressante aux portefeuilles des investisseurs.

Les investisseurs dans le domaine de l'immobilier jouissent de la possibilité de choisir entre les véhicules d'investissement privés ou échangés sur des marchés publics. Bien que des opportunités intéressantes existent aussi bien dans le privé que dans le public, les investisseurs attentifs sont très vigilants par rapport aux systèmes de rémunération et à la qualité du gestionnaire.

Le pétrole et le gaz naturel

Les investissements dans le pétrole et le gaz, sensibles à l'augmentation des prix, procurent des rendements apportant une protection contre une inflation inattendue, et jouent un rôle important dans la diversification d'un portefeuille. En plus de leurs caractéristiques attractives au niveau de la diversification, les actifs liés au pétrole et au gaz présentent aux gestionnaires talentueux des opportunités d'ajouter de la valeur.

Les intervenants s'exposent aux actifs du domaine de l'énergie soit en achetant des contrats à terme soit en acquérant des réserves de pétrole et de gaz. Que ce soit par des positions sur les marchés de futures ou par des acquisitions de réserves, les investisseurs recherchent des rendements basés sur les fluctuations de prix. Afin de s'exposer à ce marché des matières premières sans pour autant ne faire qu'un pari sur les prix, les investisseurs avisés structurent leurs portefeuilles autour d'achats basés sur la valeur ou de réserves d'énergie bien définies exploitées par des équipes de management de grande qualité.

L'acquisition de réserves de pétrole et de gaz présente un certain nombre d'avantages par rapport à la simple exposition aux fluctuations de prix procurée par les contrats à terme. Tout d'abord, l'acquisition de réserves a tendance à procurer des rendements élevés semblables à ceux des actions. Durant les deux dernières décennies, les investissements bien structurés dans des réserves à risque de production faible ont généré habituellement des rendements à deux chiffres, sans tenir compte des fluctuations de prix. Ensuite, les gestionnaires actifs de talent ajoutent

de la valeur dans le processus d'acquisition, de développement, de financement, de gestion et de liquidation des actifs. L'expertise et la discipline créent plus de valeur dans le monde physique complexe des ressources naturelles que dans l'univers hautement efficient des marchés financiers spécialisés dans les matières premières. Enfin, les réserves de longue durée de vie procurent une protection à long terme contre les périodes où le prix de l'énergie est élevé.

Marché public ou marché privé

Ironiquement, les portefeuilles diversifiés de titres cotés fournissent une exposition moins transparente et moins efficace aux prix de l'énergie que les acquisitions de réserves d'énergie. Dans le domaine des entreprises cotées du secteur de l'énergie, les investisseurs sont confrontés à des questions concernant leur consommation de pétrole et de gaz (par exemple dans le processus de raffinage) et leur capacité de production (par exemple dans les résultats du processus d'exploration). Même si les investisseurs déterminent correctement l'exposition réelle de l'entreprise au prix de l'énergie, la question de la politique de couverture de l'entreprise demeure. Les entreprises cotées largement diversifiées procurent une exposition incertaine au prix de l'énergie, conduisant les investisseurs intéressés par les actifs réels à préférer les acquisitions de réserves non cotées.

La gestion active

Les acquisitions de réserves de pétrole et de gaz par des gestionnaires actifs de talent procurent aux investisseurs l'opportunité de s'exposer au prix de l'énergie et d'empocher un taux de rendement intéressant. Merit Energy Company, fondée en 1989 par Bill Gayden, un ancien collègue de Ross Perot, a réussi à tenir la double promesse de rendements élevés issus de transactions effectuées avec discipline et d'une large diversification du portefeuille exposé au prix de l'énergie.

Merit acquiert habituellement des réserves de pétrole et de gaz à risque faible en se basant sur des hypothèses de rendement de 12 à 14 % par an sans tenir compte des fluctuations du prix de l'énergie. Par une remarquable similitude entre ses hypothèses et la réalité des faits, de 1990 à 2005, Merit a procuré des rendements nets de 19,2 % par an, qui comprenaient 12,2 points de pourcentage venant des dividendes, 2,1 points de l'amélioration de la gestion et du développement, et 4,9 points de l'augmentation des prix de l'énergie.

Très probablement, les investisseurs sur les contrats à terme reflétant le prix de l'énergie n'auraient obtenu qu'un rendement d'à peine 5 % par an dû à l'augmenta-

tion du prix. Ceux qui investissent dans les programmes d'acquisition de réserves perçoivent des rendements à deux chiffres allant bien au-delà des simples fluctuations de prix, ce qui domine largement les résultats des investisseurs sur contrats à terme.

Le prix de l'énergie et l'inflation

Les investissements dans le domaine de l'énergie appartiennent au portefeuille d'actifs réels à cause de leur forte corrélation avec l'inflation. L'énergie constitue environ 9 % de l'Indice des Prix à la Consommation, créant ainsi un lien direct avec l'inflation. Sans surprise aucune, une étude d'Ibbotson Associates a découvert une corrélation positive entre les investissements directs dans la production d'énergie et l'indice des prix, en utilisant des données allant de 1970 à 1998[1]. À l'inverse, Ibbotson a découvert une corrélation négative entre les investissements directs dans la production d'énergie et toute une variété de titres cotés incluant les actions domestiques, les actions étrangères, ainsi que les bons et les obligations du Trésor. Les statistiques tout autant que le bon sens confortent l'idée selon laquelle les investissements dans le domaine de l'énergie constituent une protection contre l'inflation.

La convergence d'intérêts

Le vieux dicton selon lequel les investisseurs sensés ne prêtent aucune attention aux propositions de Wall Street dans le domaine de l'énergie car toutes les bonnes affaires viennent de Houston (Texas), contient une part de vérité. Les partenariats de structure médiocre abondent dans le secteur du pétrole et du gaz. Des opérateurs sans scrupules profitent de la naïveté des investisseurs en exploitant la complexité de concepts spécifiques à cette industrie tels que les primes sur performance nette, les royalties anticipées, les revenus du capital, les intérêts sur le revenu net, et les intérêts sur opérations. Ceci dit, en suivant des principes de négociation sains et sensés, incluant un haut niveau d'investissement de la part du promoteur, les investisseurs créent l'opportunité de jouir d'avantages significatifs dans leur participation aux réserves de production de pétrole et de gaz.

---

1. Matt Terrien, "Investing in Direct Energy: A Diversification Tool for Portfolios", (Prepared for Merit Energy Company) Ibbotson Associates, 11 October 1999.

Les caractéristiques du marché du pétrole et du gaz naturel

Les investisseurs dans le pétrole et le gaz sont confrontés à une offre considérable comprenant pour 4 600 milliards de dollars de titres sectoriels cotés, représentant 10 % du marché actions au 31 décembre 2006. Les investissements institutionnels privés s'élèvent à 28 milliards de dollars au 31 décembre 2006, d'après Cambridge Associates, dont 20 milliards consacrés aux achats de réserves d'énergie.

Résumé

Les investissements dans le domaine de l'énergie procurent une excellente diversification pour les portefeuilles institutionnels, car le prix de l'énergie démontre une corrélation négative avec les titres traditionnels sur de longues périodes. La seule exposition aux fluctuations de prix, telle qu'elle peut être obtenue par l'achat de contrats à terme, se révèle coûteuse pour un rendement espéré assez faible. Les investisseurs sensés optent pour les programmes d'achat de réserves qui proposent une exposition aux fluctuations de prix (ce qui représente une diversification) et des rendements à deux chiffres. Peut-être plus que dans n'importe quelle autre activité d'investissement, les participants doivent se méfier des opérateurs véreux aux structures de rémunération opaques et prohibitives.

L'exploitation forestière

L'exploitation forestière présente un fort potentiel de rendement, des flux de trésorerie réguliers, une protection contre l'inflation et une diversification du portefeuille. Les rendements viennent de plusieurs sources, les plus importantes étant la valeur du bois débité et les fluctuations dans la valeur de la forêt et du terrain. La valeur du bois, qui est liée à la croissance biologique des arbres et à des fluctuations de prix, peut être influencée par des pratiques saines en matière de sylviculture. La vente de parcelles d'entreposage et d'exploitation pour un meilleur usage des liquidités ainsi dégagées, possède la faculté de stimuler les rendements. Enfin, un revenu supplémentaire peut être obtenu par d'autres activités telles que la location de terrains pour l'exploitation de minerais, les loisirs ou tout autre usage.

Historiquement, l'exploitation forestière s'est bien comportée en tant qu'investissement, bien qu'il soit difficile d'obtenir des données précises. Les plus fréquemment citées, créées par le Hancock Timber Ressource Group, combinent les prix du

bois connus avec des hypothèses concernant la croissance et la valeur de la forêt afin de générer des données sur le rendement de la forêt depuis 1960[1]. À partir de 1987, les données sur le rendement forestier sont calculées par le NCREIF. Hancock/NCREIF estime que l'exploitation forestière américaine a rapporté 12,7 % par an de 1960 à 2005, soit environ 8,1 % par an après inflation. Depuis 1987, l'indice NCREIF Timberland Property procure un rendement d'environ 6 % par an.

En plus d'un rendement élevé, l'exploitation forestière fournit une excellente diversification par rapport aux marchés financiers : l'indice Hancock/NCREIF a démontré une corrélation de –0,17 avec le S&P 500. Cette faible corrélation vient en partie du rendement régulier issu de la croissance biologique. Alors que le S&P 500 a généré onze années perdantes depuis 1960, l'indice forestier n'en a généré que trois, dont une seule durant ces onze années perdantes pour le S&P 500. Comme d'autres actifs réels, l'exploitation forestière sert de protection contre l'inflation. Comme le bois est un matériau de base pour de nombreux produits finis, les fluctuations dans le prix du bois sont fortement corrélées avec l'inflation.

Être propriétaire de forêt

Le U.S. Forest Service classe environ 22 % du territoire américain dans la catégorie « forêt », ou terrain capable de produire du bois pour l'industrie[2]. Les gouvernements fédéral et régionaux détiennent à peu près 30 % des forêts américaines, avec une préférence pour le Nord-Ouest de la côte pacifique et moins d'intérêt pour le Sud. Les usagers non industriels détiennent environ 80 % des forêts privées, dont la plus grande partie ne convient pas pour l'investissement institutionnel. Le Hancock Group estime à 20 ou 30 % de la forêt privée non industrielle la part exploitable par les investisseurs, le reste consistant en parcelles trop petites, de mauvaise qualité ou mal desservies. En additionnant les exploitations forestières industrielles et les forêts privées non industrielles exploitables, on obtient un total

1. Pour la période allant de 1960 à 1986, Hancock estime le rendement de l'indice en se basant sur les données de prix connues et sur des hypothèses concernant la croissance et les caractéristiques des forêts. Les rendements de l'indice à partir de 1987 sont calculés par NCREIF en se basant sur la performance effective des propriétés forestières. Les rendements calculés depuis 1987 sont appelés officiellement le *NCREIF Timberland Property Index*. La performance des premières années dépend d'hypothèses sur les caractéristiques des forêts. L'indice le plus récent reflète les rendements d'un nombre limité de propriétés.
2. Un tiers du territoire américain est classé « forêt ». Deux tiers des forêts sont classées « exploitations forestières ».

d'environ 125 milliards de dollars. En comparaison, la valeur totale des investissements immobiliers américains s'élève à 3 500 milliards de dollars[1].

Durant les dernières années, la propriété des forêts américaines a été transférée des entreprises de production de bois vers les investisseurs institutionnels. Autrefois, les entreprises trouvaient essentiel d'être propriétaires de forêts, afin de fournir les usines grâce à une source captive et fiable de matériau brut. Le temps passant, les inefficiences dans la gestion des actifs forestiers devinrent évidentes car les arbres étaient abattus sans égard pour leur valeur économique, simplement pour assurer l'approvisionnement des usines. Plusieurs grandes entreprises ayant séparé les opérations industrielles et l'exploitation forestière en entités indépendantes ont connu des améliorations de résultats spectaculaires dans les deux secteurs.

Une fois que les entreprises ont envisagé les actifs forestiers de manière distincte de la production de bois brut pour l'industrie, elles sont devenues moins attachées à la détention de quantités phénoménales de réserves de bois, et plus focalisées sur les avantages de la vente de parcelles.

Tout d'abord, les ventes de parcelles leur offraient les moyens de lever des capitaux pour pouvoir moderniser les usines de conversion de bois, pour financer les opérations courantes ou pour rembourser des dettes. Ensuite, ces ventes présentaient l'avantage de stimuler les cours de leurs actions par la réalisation de valeur cachée et en augmentant le retour sur capital. Enfin, certaines entreprises se sont défaites de leurs actifs américains pour se tourner vers des exploitations forestières moins coûteuses et plus productives d'autres régions du monde.

Durant la dernière décennie, environ 17 millions d'hectares d'exploitation forestière furent échangés aux États-Unis, les ventes annuelles représentant en moyenne 2,6 % de la totalité des exploitations. La plupart de ces exploitations vendues tombèrent dans les mains de REIT nouvellement créés ou d'investisseurs institutionnels intéressés depuis peu par cette diversification. Les nouveaux propriétaires ne possédaient souvent pas d'usines de conversion de bois, ce qui leur a permis de se concentrer exclusivement sur la valorisation des parcelles. En conséquence, les nouveaux propriétaires adoptèrent des techniques de sylviculture financièrement plus sophistiquées, des pratiques de commercialisation plus soutenues, et des stratégies plus agressives de mise en valeur des actifs non forestiers.

---

1. Estimé par Pricewaterhouse Coopers et Urban Land Institute en 2005. Le chiffre de 3 500 milliards de dollars exclut les résidences familiales occupées par leur propriétaire, de même que les biens immobiliers appartenant aux entreprises, aux organisations sans but lucratif et aux instances gouvernementales.

La valorisation des forêts

Comme pour tous les autres produits, l'offre et la demande dirigent les cours. Différentes dynamiques locales, nationales et globales influencent le prix qu'un exploitant forestier reçoit en échange de ses troncs abattus.

Au niveau local, l'offre de bois dépend de beaucoup de choses allant des conditions climatiques à la disponibilité des bûcherons. La demande en bois à ce niveau dépend des usines de conversion du bois qui achètent les troncs abattus ou sur pied aux propriétaires de parcelles. À cause du coût élevé du transport des troncs, la proximité d'une usine influence le prix reçu par le propriétaire. Les fermetures d'usines diminuent la demande locale, poussant les prix à la baisse. D'un autre côté, les nouvelles usines ou les programmes de modernisation d'usines anciennes poussent les prix à la hausse.

En définitive, la demande en termes de produit final soutient le cours du bois. Les industries qui comptent du côté de la demande sont la construction (constructions nouvelles et rénovations), le papier et l'emballage, et le mobilier. La charpente et les panneaux de bois, par exemple, qui sont très utilisés en construction et en rénovation absorbent plus de 50 % de la production de bois américaine. Lorsque le secteur de la construction et de la rénovation, ainsi que la croissance du PIB, sont au plus haut, cela se traduit par une forte demande en matière de bois de charpente. L'inverse est également vrai, car une faible demande en produits finis conduit à la fermeture d'usines et à une baisse du cours du bois.

À court terme, le cours du bois suit les fluctuations cycliques de la demande en produits finis. À plus long terme, le cours du bois profite d'une demande globale croissante. Toutefois, les tendances traditionnelles de la demande pour certains produits ne soutiennent pas les cours de tous les types de bois. Par exemple, ces dernières années, l'utilisation accrue des médias numériques a conduit à une réduction de la croissance de la demande en papier, notamment pour l'impression. Mais beaucoup d'autres produits finis en bois n'ont pas de substituts facilement disponibles ou moins coûteux. Le bois de charpente, par exemple, demeure un matériau de construction bon marché et efficace, sans concurrent à l'horizon.

Des différences dans les produits finis provoquent des variations de cours des différentes espèces et qualités de bois. Ce qui détermine le cours des petits arbres de qualité moyenne destinés à la production de pâte à papier, diffère de ce qui détermine celui des grands arbres de haute qualité utilisés pour la fabrication des meubles. De plus, les changements technologiques créent des différences de prix entre les divers types de bois. Par exemple, le développement des panneaux dans le sens de la fibre, un type de matériau constitué de minces feuilles de bois agglomérées, a

conduit à une baisse de la demande pour le contreplaqué et les troncs épais qui servent à le fabriquer.

La dynamique internationale affecte l'offre et la demande de bois, car les importations et les exportations de produits finis jouent un rôle déterminant dans le cours du bois. Bien qu'environ 11 % de l'abattage américain soit exporté, les importations, principalement en provenance du Canada, représentent presque 25 % de la consommation nationale en produits forestiers. Les fluctuations de cours du dollar canadien par rapport au dollar américain influencent fortement l'exploitation forestière américaine et le cours du bois.

La gestion active

Les investissements en exploitation forestière suivent deux principes qui sous-tendent tous les investissements en actifs réels. Tout d'abord, les prix au rabais contribuent à des rendements ajustés au risque élevés. Dans le cas du bois, les investisseurs recherchent des rabais substantiels au mètre cube de bois sur pied. Ensuite, les opportunités de création de valeur indépendantes des fluctuations des cours des marchés financiers ou des matières premières ajoutent encore à l'attractivité des investissements dans la forêt.

La gestion active joue un rôle moins essentiel dans l'immobilier, l'énergie ou l'exploitation forestière que dans le domaine des investissements illiquides dans les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier ou du capital-risque. Comme les actifs eux-mêmes motivent une part importante des rendements de l'immobilier, de l'énergie et de l'exploitation forestière, les investisseurs perçoivent des rendements même en l'absence de gestion active experte. À l'inverse, sans cette expertise dans la gestion active, les investissements en capital-risque n'ont aucun sens.

Le cours du bois et l'inflation

L'exploitation forestière donne le meilleur d'elle-même dans les périodes de forte inflation ou de turbulence des marchés. Par exemple, dans ces années de forte inflation qu'ont été 1973 et 1974, le S&P 500 a affiché un rendement annuel de -20,8 %. Après ajustement à une inflation de 10,5 % par an, le S&P 500 a généré un rendement annuel encore plus faible de –28,3 %. Dans le même temps, l'exploitation forestière a rapporté une plus-value brute de 36,6 % par an, soit 23,7 % après inflation. Ceci dit, comme ses liens avec l'inflation obligent ce marché à demeurer dans un relatif équilibre, les tendances à long terme qui influencent la demande en produits

finis peuvent dépasser la sensibilité de court terme à l'inflation, décevant les investisseurs en forêts souhaitaient une protection contre l'inflation.

La convergence d'intérêts

Les organisations de gestion de l'investissement en exploitation forestière (*Timber Investment Management Organizations* ou TIMO) fournissent un véhicule par lequel les investisseurs peuvent s'exposer à ce marché. Dans les années 90, lorsque les investisseurs institutionnels ont commencé à s'intéresser aux forêts, les TIMO existantes avaient toutes sortes de problèmes. Nombre d'entre elles étaient la propriété de grandes banques ou de compagnies d'assurance, ce qui créait la possibilité d'un conflit d'intérêts entre le conglomérat financier et l'investisseur institutionnel. Limitant encore l'attractivité du secteur, certaines TIMO utilisaient des modèles d'allocation peu attrayants, allouant les parcelles à des investisseurs spécifiques sur une base « premier arrivé/premier servi », ou d'après une évaluation subjective des besoins et des préférences du client. Peu de TIMO possédaient une structure rationnelle.

Aujourd'hui, un certain nombre de TIMO correspondent aux critères institutionnels, avec des organisations indépendantes proposant des fonds communs de placement bien structurés incluant des termes de négociation équitables. Même ainsi, les investisseurs doivent continuer à discerner et à éviter les déficits structurels qui plombaient l'industrie de la gestion forestière dans les années 90.

Les caractéristiques du marché de l'exploitation forestière

D'après Cambridge Associates, au 31 décembre 2006, trente TIMO géraient un total de 5,9 milliards de dollars de fonds communs de placement. Les comptes pour institutionnels gérés séparément par ces mêmes TIMO s'élevaient à 14 milliards de dollars supplémentaires. Les REIT spécialisés en exploitation forestière y ajoutaient encore 11,9 milliards de dollars d'opportunités d'investissement.

Résumé

L'exploitation forestière offre aux portefeuilles institutionnels une opportunité de réaliser des rendements ajustés au risque élevés et une certaine de protection contre l'inflation. Comme les investissements dans l'immobilier et l'énergie, la forêt procure une protection contre l'inflation sans pour autant être accompagnée des coûts d'opportunité significatifs que représente l'investissement dans les TIPS.

Les coupes claires dans les exploitations forestières procurent un apport substantiel de liquidités similaire aux caractéristiques de niveaux de revenus élevés des autres actifs réels. Les inefficiences du marché illiquide du bois créent pour les gestionnaires actifs de talent des opportunités d'ajouter de la valeur. L'exploitation forestière représente un aspect important et précieux des possibilités d'investissement institutionnel.

LES PARTICIPATIONS NON COTÉES

Des investissements correctement sélectionnés dans les opérations de rachat d'entreprises à effet de levier et le capital-risque génèrent des rendements élevés par rapport aux titres cotés, améliorant ainsi les performances du portefeuille. Le prix à payer est un risque plus élevé, car les investisseurs exposent leurs capitaux à un effet de levier plus fort (dans le cas du LBO) ou à une incertitude importante (dans le cas du capital-risque). À cause des liens fondamentaux entre les participations non cotées et les titres cotés, elles procurent une diversification limitée aux investisseurs.

Les participations non cotées surmontent les problèmes associés à la divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, divergence évidente dans de nombreuses entreprises cotées actuelles. Pour ces dernières, la séparation entre la propriété (par les actionnaires) et le management (par les dirigeants) crée un fossé important entre les intérêts des actionnaires et les activités du management, car sans un intéressement important des dirigeants au capital, ceux-ci poursuivent un large éventail d'activités conçues pour leur propre profit aux dépens de celui des actionnaires. Bureaux somptueux, salaires excessifs, flottes d'avions surdimensionnées, et autres avantages injustifiés rentrent rarement dans le cadre des investissements non cotés orientés sur le profit. Les dirigeants des entreprises non cotées opèrent avec un horizon à plus long terme et une moins grande aversion au risque, suivant des stratégies agressives qui favorisent la création de valeur pour l'entreprise. Comme les participations non cotées exigent en général que les dirigeants prennent part à la constitution du capital, les intérêts des deux catégories de propriétaires sont alignés.

Dans le monde du capital-risque, les start-ups attirent des individus qui démontrent une focalisation sur la réussite de l'entreprise. Dans le domaine des fonds spécialisés dans le rachat d'entreprises avec effet de levier, ces entreprises attirent des dirigeants entièrement dévoués à l'amélioration des résultats, résolvant les difficultés d'une structure de capital à fort effet de levier grâce à l'objectif d'une cession réussie. Les dirigeants des entreprises concernées par un rachat avec effet de levier ou le capital-risque partagent les objectifs des propriétaires.

Malgré les différences entre l'orientation vers les hautes technologies affichée par le capital-risque et la préférence pour les entreprises matures manifestée dans le domaine des opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier, les études sur les participations non cotées incluent les deux. En plus de leurs caractéristiques partagées d'illiquidité et de haut potentiel de rendement, ces deux formes d'investissement couvrent un éventail d'activités qui les rapprochent des titres cotés.

Les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier réagissent à de nombreux facteurs identiques à ceux qui influencent les titres cotés. En fait, dans les transactions motivées par la seule ingénierie financière, les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier représentent simplement des super-actions, l'effet de levier amplifiant (pour le meilleur et pour le pire) les performances affichées par telle ou telle entreprise. Par exemple, lorsque Warburg Pincus privatisa Bausch & Lomb en 2007 lors d'une transaction de rachat d'entreprise avec effet de levier, la nature fondamentale de cette entreprise de production de biens de consommation demeura la même. Bausch & Lomb continua à être, selon ses propres termes, « une entreprise orientée sur la santé des yeux, consacrée au perfectionnement de la vision et à l'amélioration de la vie des consommateurs du monde entier »[1]. La valorisation de l'entreprise continua de réagir aux changements dans la demande des consommateurs, au prix des matières premières, à l'efficacité dans la production et à la législation en vigueur. La similitude entre l'ancienne entreprise Bausch & Lomb et la nouvelle entreprise non cotée Bausch & Lomb suggère que les investisseurs doivent s'attendre à un niveau élevé de corrélation entre les titres cotés et les fonds spécialisés dans les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier.

Bien que les premières étapes du capital-risque démontrent peu de liens avec les titres cotés, les étapes suivantes de ce type d'investissement dépendent beaucoup du marché actions. Ces dernières étapes fournissent des capitaux à des entreprises proches d'être introduites en bourse ou d'être vendues, dans l'attente que le marché soit prêt ou qu'un acheteur intéressant se manifeste. L'activité du marché influence le prix auquel les capital-risqueurs entrent dans l'entreprise, et joue un rôle encore plus essentiel dans le prix auquel ils vont pouvoir sortir de leur position.

Même les valorisations des premières étapes réagissent d'une manière ou d'une autre aux conditions du marché actions. Lorsque des entrepreneurs démarrent une entreprise dans un secteur industriel favorisé par le marché actions, les capital-risqueurs paient une prime pour pouvoir participer. À l'inverse, des entreprises opérant dans des secteurs moins à la mode reçoivent des valorisations moins élevées, procurant aux investisseurs des points d'entrée plus attractifs. À mesure que l'entre-

1. "Warburg Pincus Completes Acquisition of Bausch & Lomb", Bausch & Lomb newsroom. www.bausch.com, 26 October 2007.

prise mûrit, les conditions du marché actions influencent de plus en plus les valorisations du capital-risque.

Sous leur forme la plus simple, le capital-risque et les fonds spécialisés dans les opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier représentent une façon plus risquée de s'exposer au marché actions. Le fort effet de levier inhérent aux rachats d'entreprise avec effet de levier et l'immaturité des entreprises concernées par le capital-risque font que les investisseurs encourent un plus grand risque fondamental et exigent des rendements plus élevés.

De manière étrange, les performances historiques ne reflètent pas cette espérance de rendements plus élevés, alors que les mesures à la fois de la corrélation et du risque sont inférieures aux attentes. Malheureusement, les rendements médiocres des participations non cotées reflètent probablement la réalité alors que la corrélation et le risque inférieurs aux attentes ne constituent qu'un artifice statistique. L'illiquidité masque la relation entre les facteurs fondamentaux de la valeur d'une entreprise et sa valeur de marché, ce qui fait paraître artificiellement élevé le pouvoir diversifiant des participations non cotées. Si deux entreprises identiques ne diffèrent que par la forme de leur organisation (l'une non cotée et l'autre cotée sur un marché public), l'entreprise non cotée, moins souvent et moins agressivement valorisée, va sembler beaucoup plus stable que l'entreprise cotée, particulièrement dans un monde où les marchés actions affichent une volatilité excessive. Même si les deux entreprises réagissent de la manière identique aux facteurs fondamentaux de la valorisation d'une société, l'entité non cotée, moins volatile, paraît démontrer des caractéristiques de risque plus intéressantes, uniquement sur la base de mesures imparfaites de la véritable volatilité sous-jacente de l'entreprise. Non seulement l'absence d'informations quotidiennes sur la valorisation réduit le niveau de risque affiché, mais l'entreprise non cotée manifeste de fausses caractéristiques de diversification à cause du manque de corrélation entre ses fluctuations et celles de l'entreprise cotée plus souvent valorisée.

Bien qu'une bonne part de la « diversification » observée pour les participations non cotées vienne des valorisations plus rares de cette classe d'actifs, un certain manque de corrélation entre les actifs non cotés et les actifs cotés résulte des stratégies orientées sur la valeur ajoutée suivies par les entreprises non cotées. Imaginez le cas d'un garage financé par le capital-risque. À mesure que l'entreprise développe ses produits, fait des ventes et devient profitable, la création de valeur s'effectue indépendamment de l'activité du marché actions. Comme les performances de la création d'entreprise ont principalement trait à l'activité des sociétés en question, les investissements en capital-risque procurent une relative diversification par rapport aux titres cotés traditionnels.

De telles possibilités de valeur ajoutée existent dans le domaine des opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier, permettant aux investisseurs privés d'améliorer leurs rendements en rendant plus opérationnelles les entreprises de leur portefeuille. Comme les opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier impliquent généralement des entreprises déjà matures, les influences du marché jouent un rôle primordial dans leur valorisation, les opportunités d'ajouter de la valeur à l'entreprise jouant un rôle secondaire. Même si, comparées aux investissements en capital-risque, les entreprises plus matures sujettes aux opérations de rachat avec effet de levier offrent des opportunités de croissance moins spectaculaires, les stratégies d'ajout de valeur recèlent le potentiel d'apporter une source de rendements non corrélés.

L'ingénierie financière pure est de peu d'intérêt pour les investisseurs privés sérieux, car l'apport de financement représente une activité proche des matières premières, avec un ticket d'entrée bon marché. Dans le domaine des opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier, le simple fait d'ajouter un effet de levier augmente les rendements espérés et accroît le niveau de risque, n'apportant rien en ce qui concerne l'objectif de réaliser des rendements ajustés au risque supérieurs. Dans le domaine du capital-risque, les investisseurs intervenant lors des dernières étapes apportent plus que de simples liquidités, espérant profiter du travail des investisseurs présents dès les premières étapes et de la perspective de réaliser une plus-value rapide grâce à une introduction en bourse ou à une vente privée. Les investisseurs n'apportant que des capitaux opèrent sur un marché extrêmement concurrentiel, aux mécanismes de valorisation assez efficients, et offrant peu d'opportunités d'obtenir un réel avantage en termes d'investissement.

Les opportunités dans le domaine des participations non cotées ne deviennent attractives que lorsque les gestionnaires appliquent des stratégies d'ajout de valeur bien pensées. En cherchant à améliorer l'activité opérationnelle des entreprises dans le contexte d'une structure financière appropriée, les investisseurs élargissent le champ de l'activité génératrice de profits, permettant la réalisation de rendements supérieurs moins dépendants des caprices du marché.

Les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier

Les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier (*Leveraged Buyouts* ou LBO) impliquent de devenir propriétaire d'entreprises matures particulièrement endettées. Le fort effet de levier produit une variabilité élevée des résultats, en bien comme en mal. Les investissements dans les opérations de rachat avec effet de

levier, en l'absence d'ajout de valeur par l'initiateur de la transaction, ne font qu'augmenter le profil de risque de l'entreprise.

L'augmentation du risque coûte en général très cher. Les gestionnaires de fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier encaissent des frais de gestion substantiels (allant de 1,5 à 2,5 % des fonds confiés), une prime de performance habituellement conséquente (de l'ordre de 20 %), et toute une variété de frais de transaction et de suivi. Les gestionnaires de nombreux fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier suggèrent qu'ils s'engagent dans bien plus qu'une simple activité d'ingénierie financière, argumentant qu'ils apportent à la table de négociation des talents de création de valeur. Bien que la valeur ajoutée par des gestionnaires de fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier orientés sur l'amélioration opérationnelle des entreprises puisse, dans certains cas, surpasser le fardeau des frais de gestion imposés par les généreuses structures de rémunération appliquées habituellement par ce type de fonds, les fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier ne parviennent pas à concurrencer le rendement des marchés boursiers. Après ajustement au niveau le plus élevé de risque et d'illiquidité des fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier, les titres cotés offrent un clair avantage.

La performance des fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier

Dans le monde des participations non cotées, une gestion active réussie va de pair avec le succès de l'investissement. Dans des classes d'actifs telles que les actions domestiques et les produits de taux, qui proposent des choix d'investissement passif, les investisseurs peuvent acheter le marché dans son ensemble. En achetant des parts de fonds indiciels, les investisseurs profitent des rendements du marché de manière fiable et peu coûteuse. Dans le monde inefficient des participations non cotées, les investisseurs ne peuvent acheter le marché dans son ensemble, car aucun indice coté n'existe. Et même si un indice des fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier existait, en se basant sur la performance passée, on peut affirmer que ses performances ne satisferaient pas le désir des investisseurs pour des rendements ajustés au risque élevés. En fait, seuls les fonds du premier quartile ou du premier décile produisent des performances susceptibles de compenser le risque et l'illiquidité des participations non cotées. En l'absence de talent vraiment manifeste dans le domaine de la sélection des fonds (ou d'une chance extraordinaire), les investisseurs devraient se tenir à l'écart des participations non cotées.

Observez deux décennies de performances des fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier. Pour les fonds constitués à partir de 1985, les investisseurs ont perçu un rendement moyen décevant de 7,3 % par an. En comparaison, le S&P 500 a affiché une performance de 11,9 % par an. Les performances du premier quartile des fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier atteignent deux chiffres avec 16,1 % par an, alors que les performances du troisième quartile sont de –1,4 %. Les performances moyennes des opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier ne supportent pas la comparaison avec les titres cotés qui ont procuré des rendements plus élevés avec un risque inférieur[1].

La recherche universitaire soutient cette notion selon laquelle les participations non cotées produisent en général des performances médiocres. Steven Kaplan, de la Graduate School of Business de l'Université de Chicago, et Antoinette Schoar, de la Sloan School of Management du MIT, dans une étude datant d'août 2005 sur la performance des participations non cotées, concluent que « les rendements nets de frais des fonds de LBO sont légèrement inférieurs à ceux du S&P 500 »[2]. L'étude couvre la période allant de 1980 à 2001. Les performances indiquées par l'étude de Kaplan et Schoar devraient décourager les investisseurs potentiels en participations non cotées. Les auteurs ne tenant pas compte de l'effet de levier, l'échec des fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier à battre le marché actions ajoute l'insulte d'un risque plus élevé à la blessure d'une performance médiocre.

Les investisseurs en fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier perçoivent des rendements ajustés au risque misérables depuis vingt ans. Comme les seules différences matérielles entre les fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier et les entreprises cotées tiennent à la nature de l'actionnariat (privé ou public) et à la structure capitalistique (effet de levier ou non), la comparaison entre les rendements des fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier et du marché actions est pertinente, au moins comme point de départ. Mais, comme les positions des fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier plus risquées devraient générer des rendements plus élevés, les investisseurs sensés reculent devant le déficit relatif de l'industrie des opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier par rapport aux marchés ouverts au public. En ajustant les rendements au risque, les titres cotés remportent une victoire écrasante.

---

1. *2006 Investment Benchmarks Report: Buyouts and Other Private Equity*, New York, Thomson Financial, 2006.
2. Steven N. Kaplan and Antoinette Schoar, "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows", *Journal of Finance*, no. 4 (August 2005): 1791.

Une étude du Département des Investissements de Yale fournit un aperçu des rendements exigés pour pouvoir compenser le risque dû à l'effet de levier des transactions de rachat d'entreprise. L'examen de 542 opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier conclues entre 1987 et 1998 a démontré des rendements bruts de 48 % par an, significativement supérieurs aux 17 % du S&P 500 sur la même période. En apparence, les LBO battent donc de très loin les actions cotées. Après déduction des frais de gestion et des primes de performance, la performance des LBO s'élève à 36 % par an, démontrant toujours une avance confortable par rapport aux titres cotés. Notez les résultats extrêmement positifs de notre panel. Les études sur le long terme montrent que les rendements moyens des opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier sont proches de ceux du S&P 500. Dans l'échantillon de transactions présenté par Yale, les LBO écrasent littéralement les titres cotés[1].

Comme les opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier impliquent par essence le recours à l'endettement, la simple comparaison de performance avec les titres cotés n'est pas équitable. Pour produire des chiffres ajustés au risque, il faut considérer l'impact qu'aurait l'utilisation de l'effet de levier sur les investissements sur un marché ouvert au public. Des investissements dans le S&P 500 comparables en termes de levier auraient généré un rendement étonnant de 86 % par an. La performance du marché actions ajustée au risque a dépassé celle des LBO de 50 points de pourcentage par an.

Une partie de l'échec des gestionnaires de fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier à produire des rendements ajustés au risque attractifs vient d'une structure de rémunération inappropriée. Les investisseurs en fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier paient en général une prime de performance de 20 % des profits aux gestionnaires. Comme cette prime ne tient pas compte du coût du capital pour l'investisseur, les gestionnaires captent 20 % des rendements générés sur le dos de l'investisseur à long terme en actions. Bien sûr, dans le cas de transactions ayant utilisé un fort effet de levier, le coût du capital pour l'investisseur augmente avec la puissance du levier. L'ingénierie finan-

1. L'échantillon utilisé pour cette étude révèle un très important biais dû à la survie, car il est constitué par les gestionnaires de LBO ayant approché Yale pour lui vendre leurs services. Bien entendu, seuls ceux présentant d'excellents résultats ont effectué cette démarche commerciale. Une source supplémentaire de biais vient de la seule prise en compte des transactions débouclées, car ces transactions se liquident rapidement alors que les canards boiteux traînent dans les portefeuilles de LBO pendant des années. Le manque de valorisations des entreprises non cotées restant sur les bras des partenariats de participations non cotées limite forcément l'étude à ces investissements réussis qui ont abouti à une vente ou à une introduction en bourse, et à ceux qui ont fini par une faillite ou une liquidation.

cière pure représente une sorte de matière première, facilement disponible aux investisseurs par le biais des comptes sur marge ou des marchés de futures. Les gestionnaires de fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier méritent une rémunération modeste du fait qu'ils ajoutent des dettes au bilan des entreprises. En payant à ceux-ci 20 % sur tous les profits, les investisseurs les récompensent pour des gains dus en grande partie à l'effet de levier appliqué à des marchés sur lesquels les gestionnaires n'ont aucun contrôle, gains pour lesquels ils n'ont donc aucun mérite. La grande majorité des fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier ne parviennent pas à ajouter suffisamment de valeur pour pouvoir surmonter une structure de rémunération éminemment déraisonnable.

Une autre partie du problème des performances médiocres de ce secteur dans son ensemble a trait à la disproportion des frais de gestion dans les fonds importants. Les fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier débutent en général avec des montants de fonds sous gestion relativement modestes, de l'ordre de quelques centaines de millions de dollars. Les frais de gestion et les primes de performance récompensent des rendements élevés. Les fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier qui réussissent voient presque invariablement les fonds sous gestion augmenter, par exemple de 250 millions de dollars pour le fonds n° 1 à 500 millions pour le fonds n° 2, 1 milliard pour le fonds n° 3, 2 milliards pour le fonds n° 4, etc. À mesure que les fonds augmentent, les frais de gestion, représentant un pourcentage fixe des capitaux confiés, augmentent considérablement en valeur absolue. Et ce changement transforme la motivation des gestionnaires.

Les gestionnaires des fonds débutants se concentrent principalement sur la production de rendements sur investissement. Comme les frais de gestion modestes ne couvrent que les dépenses courantes, des performances élevées représentent la seule manière de prospérer. Non seulement ces performances élevées génèrent des primes de performance conséquentes, mais elles permettent aux gestionnaires de lever une quantité toujours plus grande de capitaux.

Finalement, à mesure que les fonds augmentent, les frais de gestion deviennent un centre de profit par eux-mêmes. Les revenus fixes s'accroissant, le comportement des gestionnaires change, se concentrant sur l'accroissement de la notoriété de la société et la conservation du caractère régulier du flux des honoraires. Les fonds de LBO plus conséquents recherchent des transactions moins risquées, et utilisent des effets de levier moins importants. Les très gros fonds exploitent souvent leur notoriété pour développer d'autres activités génératrices d'honoraires comme l'immobilier, le crédit ou la gestion de fonds alternatifs. Les grands gestionnaires consacrent plus de temps à cultiver les relations avec leur clientèle, source de capitaux (et

d'honoraires). Il reste donc moins de temps pour l'activité d'investissement proprement dite, et les rendements en souffrent.

Les données passées soutiennent la thèse selon laquelle les fonds plus importants génèrent des résultats inférieurs. Pour les dix années se terminant le 31 décembre 2005, les fonds de LBO gérant plus de 1 milliard de dollars ont généré des rendements de 9,3 % par an, inférieurs à la fois au rendement moyen du secteur s'élevant à 9,7 % et au rendement de 10,3 % des fonds gérant de 500 millions à 1 milliard de dollars. Les fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier gérant de 250 à 500 millions de dollars ont fait encore mieux, affichant des performances de 11,4 % par an[1]. La grande taille est corrélée aux performances moins élevées.

Les études universitaires confirment la relation négative entre la taille et la performance. John Lerner, de la Harvard Business School, et Antoinette Schoar, de la Sloan School du MIT, ont découvert « une relation étroite entre la croissance d'un fonds et ses performances : plus spectaculaire est la croissance, plus sévère est la baisse de performance. »[2] La croissance d'un fonds profite au gestionnaire aux dépens de l'investisseur.

Des observateurs superficiels pourraient en tirer la conclusion hâtive selon laquelle la clé de la réussite de l'investissement dans les fonds spécialisés dans les opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier consisterait à n'investir que dans les plus petits fonds. Bien que les fonds plus modestes offrent indubitablement une convergence d'intérêts plus forte entre les gestionnaires et les investisseurs, la politique qui consisterait à ne choisir que les petits fonds ne conduirait pas à des résultats satisfaisants.

Premièrement, après ajustement des performances des petits fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier afin de tenir compte des risques plus élevés, il se peut que les rendements supplémentaires disparaissent. Les petits fonds spécialisés dans les rachats avec effet de levier investissent dans des entreprises plus modestes, ce qui induit un niveau de risque opérationnel plus élevé. Le fait d'ajouter un risque opérationnel plus élevé à un risque financier supérieur crée pour l'investisseur une difficulté de plus. Les investisseurs doivent recevoir une compensation matérielle pour le risque plus élevé et l'illiquidité plus grande qu'ils rencontrent en investissant dans des petites sociétés de fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier. Deuxièmement, un investisseur s'engageant dans un petit fonds spécialisé dans les rachats d'entreprise avec effet de levier sur la seule base des performances passées commet l'erreur d'investir en regardant

1. *2006 Investment Benchmarks Report: Buyouts,* New York, Thomson Financial, 2006.
2. Josh Lerner and Antoinette Schoar, 17 January 2008.

dans le rétroviseur. Les rendements supérieurs à la moyenne, s'ils ne sont pas ajustés au risque, attirent les flux de capitaux. Comme les intervenants concluent que les petits fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier surperforment les gros, le marché réagit en suscitant un grand nombre de d'opérations de taille moyenne. Et les rendements supérieurs ainsi engrangés sont menacés de disparaître à cause de l'arrivée de nouveaux capitaux et de nouveaux intervenants. Méfiez-vous de la capacité du marché à éliminer les sources de rendements ajustés au risque élevés.

L'expérience de Yale. Les performances du portefeuille de fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier de Yale fournissent une lueur d'espoir aux investisseurs recherchant des rendements ajustés au risque élevés. L'Université essaie de n'investir que dans les fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier qui attachent une importance cruciale à l'amélioration de l'efficacité opérationnelle des entreprises achetées. Les stratégies de restructuration d'entreprise permettent aux gestionnaires de fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier d'ajouter de la valeur au-delà de ce que l'on peut attendre de la seule utilisation de l'effet de levier. En identifiant les gestionnaires qui appliquent des stratégies orientées sur la qualité opérationnelle, Yale crée la possibilité de s'en sortir gagnante dans un domaine particulièrement difficile.

Observez les données de l'étude des opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier proposées à Yale entre 1987 et 1998, telles qu'elles sont montrées dans le tableau 8.1. Yale a participé à 118 des 542 transactions présentées, générant ainsi des rendements bruts de 63 % par an par rapport à un benchmark de risque équivalent

	Échantillon complet		**Portefeuille de Yale**	
	Rendement	Ratio dette/capital	Rendement	Ratio dette/capital
Rendement brut du LBO	48 %	5,2	63 %	2,8
Benchmark de titres cotés ajusté au risque	86 %	5,2	41 %	2,8
S&P 500	17 %	0,8	20 %	0,7
Nombre de transactions	452		118	

Source : Département des Investissements de l'Université de Yale

Tableau 8.1 Les gestionnaires de LBO ne parviennent pas à générer des rendements supérieurs.
(*Transactions effectuées entre 1987 et 1988*)

affichant 41 %. Comme l'ajustement au risque reflète correctement le rendement attendu de l'ingénierie financière, la prime supplémentaire engrangée par Yale représente la valeur ajoutée par le gestionnaire du fonds. Même si les honoraires de celui-ci grignotent environ 15 points de pourcentage par an, le rendement net pour l'Université dépasse toujours confortablement le benchmark ajusté au risque basé sur les titres cotés.

Les performances de Yale dans le domaine des opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier reposent beaucoup moins sur l'effet de levier que celles de l'échantillon. Comparez les presque 70 points de pourcentage séparant l'échantillon complet du rendement sans effet de levier du S&P 500 avec les 21 points de Yale. Moins de dépendance à l'effet de levier et plus d'attention portée à l'efficacité opérationnelle conduisent à des rendements ajustés au risque supérieurs. En utilisant une approche qui met l'accent sur l'amélioration opérationnelle et l'emploi d'un effet de levier moins élevé, le portefeuille de fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier de Yale réussit à produire des rendements ajustés au risque attrayants.

La gestion active

Aucun investisseur sensé ne gère passivement les participations non cotées. Même si c'était possible, les investisseurs obtiendraient ainsi des résultats à coup sûr décevants. Alourdis par des honoraires prohibitifs et caractérisés par des niveaux de risque largement supérieurs aux titres cotés, la majorité des fonds d'investissement non cotés rapporteraient certainement des rendements incapables de compenser le risque encouru. Les investisseurs ne peuvent justifier l'inclusion de participations non cotées dans un portefeuille que par la sélection de gestionnaires de grande qualité suivant des stratégies d'ajout de valeur avec des structures de rémunération appropriées.

*L'enquête approfondie (Due Diligence)***.** La personnalité des dirigeants d'un fonds de participations non cotées constitue le critère le plus important d'évaluation de la qualité d'un investissement. Des individus motivés, intelligents et possédant une éthique solide, intégrés dans une équipe soudée, possèdent un avantage susceptible de se traduire par des performances supérieures. À l'inverse, des individus enclins à faire des compromis, aussi bien sur le plan opérationnel qu'intellectuel ou éthique, mettent en danger les capitaux et la réputation d'un investisseur.

L'importance primordiale de choisir des partenaires d'investissement solides donne un poids énorme au processus d'investigation approfondie. La conclusion selon laquelle on a affaire à des individus crédibles et professionnellement qualifiés

dans la recherche d'opportunités d'investissement intéressantes, sert de point de départ minimum. Avant de s'engager, les investisseurs attentifs déterminent si les dirigeants du fonds démontrent les caractéristiques nécessaires pour justifier qu'on leur confie les capitaux d'une institution. À cause de la nature à long terme des contrats d'investissement dans des participations non cotées, les investisseurs comptent sur la bonne foi des gestionnaires de fonds et sur le fait que ceux-ci se comportent avec le plus grand respect pour les intérêts de leurs clients. Bien que la négociation du contrat constitue un point important, les arrangements contractuels ne parviennent jamais à prévoir tous les problèmes qui surgiront dans la relation de partenariat. Des gens corrects surmonteront un contrat mal ficelé, mais des contrats impeccables n'amélioreront pas des financiers véreux.

Une enquête approfondie exige un effort conséquent. Les références personnelles et professionnelles fournies par les gestionnaires de fonds pressentis constituent un premier aperçu. Mais à cause de l'inévitable sélection contenue dans une liste soigneusement choisie de références, les investisseurs sensés vont rechercher les témoignages sincères et confidentiels d'autres personnes, y compris les collègues et les relations privées. Avec le temps, les investisseurs développent des réseaux qui facilitent la vérification des références et améliorent la qualité de la prise de décision. Les investisseurs attentifs adoptent une attitude sceptique, recherchant activement les problèmes éventuels. Les vérifications superficielles ne contribuent en rien au processus d'enquête approfondie.

Les investisseurs prudents évaluent la qualité opérationnelle du gestionnaire de fonds en passant suffisamment de temps dans les bureaux de sa société afin de prendre connaissance de l'atmosphère qui y règne. Les sociétés ont des caractéristiques distinctes qui influencent leur qualité opérationnelle de façon fondamentale, suggérant que les investisseurs favorisent les entreprises dont la « personnalité » correspond à leurs critères. Le fait de passer du temps de manière informelle dans l'environnement social du gestionnaire améliore l'ensemble des informations utilisées pour évaluer ce dernier. La sélection d'individus talentueux motivés pour produire des résultats supérieurs constitue le principal défi du choix des gestionnaires.

Malgré l'importance fondamentale de l'enquête approfondie, de nombreux investisseurs ne consacrent pas le temps et l'énergie nécessaires à la préparation d'une décision judicieuse. En 1999, l'un des dirigeants d'un fonds spécialisés dans les rachats d'entreprise avec effet de levier de 2 milliards de dollars a rapporté qu'un seul investisseur avait pris le temps de rencontrer toute l'équipe avant d'engager des capitaux. En négligeant d'évaluer la qualité opérationnelle du personnel d'une société d'investissement, les investisseurs potentiels passent à côté de leur tâche la plus importante.

Les engagements à long terme. Les participations non cotées correspondent bien à la notion de Keynes selon laquelle le métier d'investisseur serait mieux fait si les décisions étaient « … à l'instar du mariage, /…/ définitives et irrévocables, hors le cas de mort ou d'autre raison grave… »[1]. Bien qu'il ne s'agisse pas d'une décision aussi importante que le mariage, l'apport de capitaux à une société de gestion de participations non cotées représente un engagement à long terme. À l'inverse d'une rupture de contrat avec un gestionnaire de titres cotés, où toute trace de relation disparaît rapidement, la preuve de relations passées avec des fonds d'investissement privé demeure dans les registres comptables pendant de longues années. Le fait de savoir que les décisions dans le domaine de l'investissement privé représentent des engagements à long terme, oblige les investisseurs sensés à poser des exigences importantes avant d'initier des relations d'affaires.

La nature illiquide de l'investissement privé permet aux gestionnaires de prendre les décisions à long terme nécessaires à la poursuite des meilleures stratégies d'investissement. Les gestionnaires de titres cotés savent que les clients manquent de patience face aux défauts de performance, prompts à « appuyer sur la gâchette » lorsque les chiffres sont inférieurs aux attentes. En conséquence, les gestionnaires actions apprennent à diversifier exagérément leurs portefeuilles, ne détenant que de petites positions, autant pour éviter une éventuelle déception des clients que pour générer des performances intéressantes. À l'inverse, les gestionnaires de fonds de titres non cotées « bloquent » les capitaux pendant de longues périodes, les termes du partenariat envisageant souvent une décennie ou plus. Bien que le processus de levée des fonds, durant habituellement deux ou trois ans, puisse pousser les gestionnaires à raccourcir l'horizon d'investissement proprement dit, les investisseurs acceptent l'argument selon lequel « il est trop tôt pour juger de la réussite du fonds le plus récent », permettant aux gestionnaires privés de prendre des décisions à long terme.

En fait, en évaluant des fonds de titres non cotées, les investisseurs n'ont d'autre choix que de se focaliser sur les changements opérationnels de l'entreprise support d'investissement, et non sur les fluctuations instantanées de la valeur de marché. En mettant l'accent sur la valeur intrinsèque d'un investissement, les investisseurs évaluent des facteurs qui sont sous le contrôle du gestionnaire, libérant les dirigeants de fonds de titres non cotées des jugements souvent capricieux du marché actions et leur permettant de poursuivre des stratégies d'investissement sensées.

Les sociétés d'investissement en titres non cotées solides utilisent l'horizon à long terme pour mettre en œuvre des stratégies qui ajoutent de la valeur aux activités de l'entreprise support d'investissement. Les gestionnaires de fonds ne faisant

---

1. Keynes, *General Theory*, 160. (traduction de Jean de Largenaye).

qu'apporter du capital opèrent un cran en dessous de ceux qui améliorent de manière fondamentale la qualité opérationnelle. Dans le domaine des fonds de rachat d'entreprise avec effet de levier, fournir de l'argent pour acheter une entreprise bien gérée représente un simple achat de matière première, car tous les fonds d'investissement possèdent la capacité d'effectuer des transactions financières. Des tickets d'entrée assez bas permettent à d'anciens banquiers de réagir à la crise de milieu de carrière en abandonnant la vie de simple employé pour endosser le costume valorisant de gestionnaire d'investissement, apportant sur le marché des capitaux afin de conclure des transactions « saines ». À l'inverse, les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier qui démontrent la capacité de faire face à des problèmes opérationnels importants se réservent une niche de marché, créant ainsi la possibilité de se placer sur un marché de flux de capitaux moins concurrentiel. La combinaison d'une concurrence moins forte pour les transactions orientées sur l'amélioration opérationnelle et des profits issus de la capacité à résoudre les problèmes d'entreprise, procure une opportunité d'investissement attractive.

Clayton, Dubilier & Rice et WESCO. Clayton, Dubilier & Rice (CDR), une société possédant un historique prestigieux, concentrait ses efforts sur des transactions difficiles exigeant un haut niveau d'intervention de la part des gestionnaires de fonds. La société applique sa stratégie d'ajout de valeur en introduisant dans le partenariat des individus à l'expertise confirmée. Ces personnes apportent un point de vue précieux pendant le processus d'analyse de l'entreprise pressentie, identifiant les candidats à l'acquisition qui pourraient le mieux profiter des compétences spécifiques de la société d'investissement privé. Une fois que CDR acquiert une entreprise, ses associés opérationnels adoptent une approche active pour son amélioration opérationnelle. Un type de transactions que CDR recherche implique l'autonomisation de filiales. Très souvent, la filiale qui doit être autonomisée manque de structure organisationnelle, s'étant reposée sur la maison-mère pour lui fournir toute une variété de services essentiels à une entreprise. La création de valeur intervient lorsque CDR utilise sa combinaison d'expertise financière et de savoir-faire opérationnel pour faire de l'ancienne filiale une entreprise à part entière.

En février 1993, les dirigeants de CDR commencèrent à évaluer l'autonomisation de WESCO, une branche de Westinghouse dédiée à la distribution d'équipements électriques. Très rapidement, la société de LBO identifia plusieurs problèmes opérationnels : 1) la transition du statut de filiale à celui d'entreprise possédant son propre marché ; 2) l'amélioration de la gestion du stock et de la logistique ; et 3) la réduction des frais généraux. Plus de la moitié des 250 succursales de WESCO affichèrent des pertes en 1993, contribuant à une perte globale de 3 millions de dollars pour un chiffre d'affaires de 1,6 milliard.

Le plus gros problème dont souffrait WESCO était la présence d'un management assoupi qui laissait dériver l'entreprise. Elle avait besoin d'une équipe plus agressive capable de lui insuffler le sens de sa mission, de remonter le moral des troupes, et d'améliorer ses performances peu brillantes.

Après que Westinghouse eût rejeté la proposition initiale de CDR, la société a continué de plancher sur le projet. L'associé opérationnel Chuck Ames conduisait le processus, définissant un plan de redressement et se préparant à diriger l'entreprise, si nécessaire. En février 1994, quand Westinghouse revint vers CDR, Ames avait identifié un directeur général, Roy Haley, capable de créer et de diriger la nouvelle entreprise.

Lorsque CDR fit l'acquisition de WESCO pour 330 millions de dollars, l'entreprise manquait des infrastructures opérationnelles de base. Le fait de créer à partir de zéro des services de technologie informatique, de finance et de contrôle interne fournit le fondement indispensable à l'existence de l'entreprise. L'application du plan opérationnel conçu avant l'acquisition créa une valeur supplémentaire importante, changeant les pertes en gains significatifs.

En 1997, quand un acheteur fit l'acquisition de WESCO, l'entreprise générait 90 millions de dollars de revenus opérationnels pour un chiffre d'affaires de 2,7 milliards. Ce revirement opérationnel rapporta gros à CDR. Les 83 millions de dollars apportés par la société de LBO devinrent 511 millions, procurant des rendements annuels de presque 47 % à ses clients. Ces résultats extraordinaires proviennent de la combinaison d'une dose d'ingénierie financière et de plusieurs doses d'amélioration opérationnelle.

Peu de fonds spécialisés dans le rachat d'entreprises avec effet de levier possèdent l'ensemble de compétences nécessaire à la résolution des graves problèmes opérationnels et des défis de redressement rencontrés chez WESCO. En combinant des compétences opérationnelles et financières, CDR illustre le potentiel existant pour créer de la valeur de façon originale.

Les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier et l'inflation

Comme la valorisation des fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier est étroitement corrélée aux marchés actions, les premiers ont tendance à apporter à court terme une protection médiocre contre l'inflation, tout comme les titres cotés. Ceci dit, comme les livres comptables des fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier à fort effet de levier contiennent un haut niveau de crédits à taux fixes, qui perdent de la valeur dans un environnement d'inflation inat-

tendue, les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier peuvent performer mieux que des entreprises moins endettées dans des périodes inflationnistes.

La convergence d'intérêts

Les investisseurs dans les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier profitent de forces structurelles qui servent la convergence d'intérêts entre les dirigeants et les apporteurs de capital. Un fort effet de levier dans la comptabilité de l'entreprise oblige ses dirigeants à gérer les capitaux avec efficacité, toute leur énergie étant concentrée sur la génération de liquidités permettant de satisfaire le remboursement de la dette. Le charme des avantages matériels acquis sur le dos des actionnaires pâlit devant le spectre du défaut de crédit et l'attrait de la participation aux profits. Les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier renforcent la convergence d'intérêts entre dirigeants et investisseurs.

Malheureusement, les investisseurs dans le domaine des fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier sont confrontés au même ensemble de problèmes que dans tous les autres schémas où le gestionnaire perçoit une prime de performance prélevée sur les profits. Les schémas de rémunération créent des situations qui peuvent mener à un comportement profitant au gestionnaire au détriment des investisseurs. Afin d'atténuer ce problème, des niveaux d'investissement importants de la part du gestionnaire créent une certaine symétrie en ce qui concerne les pertes et les gains, ce qui permet de maintenir alignés les intérêts des différents participants.

Dans l'idéal, les honoraires couvrent les frais généraux de la société de LBO, alors que la prime de performance procure une rémunération motivante. Mais dans la réalité, des honoraires excessifs, un problème particulièrement aigu avec les fonds de grande envergure, introduisent une divergence entre les intérêts du gestionnaire et ceux des investisseurs. Les frais de transaction, que de nombreux fonds facturent à la conclusion de l'affaire, sont un moyen scandaleux par lequel les gestionnaires s'enrichissent aux dépens des investisseurs. La logique des frais de transaction laisse perplexe l'investisseur qui réfléchit. Puisque les investisseurs paient des honoraires censés couvrir les frais de fonctionnement du gestionnaire, quel rôle jouent donc les frais de transaction ? Les frais de suivi représentent de la même manière une charge superflue. Pourquoi les sociétés de LBO collectent-elles des honoraires de suivi des investissements alors qu'elles perçoivent déjà des frais de gestion plus que corrects ? En fait, les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier, surtout les gros qui perçoivent des millions de dollars d'hono-

raires, sont un malheureux exemple de la divergence d'intérêts entre les gestionnaires de fonds et les investisseurs.

La recherche universitaire sur les honoraires donne à réfléchir aux investisseurs en fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier. En utilisant des données sur 144 fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier constitués entre 1992 et 2006, Andrew Metrick et Ayako Yasuda, de la Wharton School de l'Université de Pennsylvanie, estiment que le montant actuel des honoraires entame en moyenne 20 dollars sur 100 investis. Il n'y a donc aucune surprise à ce que les investisseurs échouent souvent à obtenir des résultats satisfaisants !

Les deux chercheurs examinent le montant absolu et la proportion des revenus fixes (frais de gestion et honoraires sur la transaction d'achat de l'entreprise) ainsi que les revenus variables (prime de performance, frais de suivi et honoraires sur la transaction de vente de l'entreprise). La combinaison des revenus fixes, que les as des opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier empochent du simple fait qu'ils existent, et des revenus variables, qui dépendent de la performance de l'investissement, est propre à décourager les investisseurs sensés. 62 % des revenus viennent des frais fixes, et seulement 38 % sont dus à la performance. En fait, une partie des frais considérés comme variables par Metrick et Yasuda, notamment les frais de suivi et les honoraires sur la transaction de vente de l'entreprise (prélevés en proportion du capital investi), sont empochés par le gestionnaire sans aucun rapport avec une quelconque performance de l'investissement. Le tableau est donc bien sombre[1].

Les caractéristiques du marché des LBO

Au 31 décembre 2006, l'industrie américaine des opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier contrôlait approximativement 342 milliards de dollars de capitaux, dont environ 57 % étaient investis dans des entreprises, le reste en attente de retrait par les investisseurs. Plus de 360 sociétés de LBO étaient actives aux États-Unis fin 2006[2].

---

1. Andrew Metrick and Ayako Yasuda, "The Economics of Private Equity Funds", September 9, 2007, Swedish Institute for Financial Research. Conference on The Economics of the Private Equity Market.

2. Chiffres estimés d'après les données compilées par Cambridge Associates. L'expression « capital sous contrôle » renvoie à la valeur totale des actifs courants des fonds, plus la totalité du capital non encore retiré. Toutes les données ne font référence qu'au seul marché américain.

Résumé

Les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier constituent un investissement sans grand intérêt pour l'investisseur moyen. Les entreprises dans lesquelles sont investis les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier ne diffèrent de leurs consœurs du marché public que par le niveau de risque et la liquidité. La dette plus élevée et la liquidité plus faible des opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier exigent des rendements supérieurs pour les investisseurs. Malheureusement pour eux, les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier n'ont rapporté ces dernières décennies que des rendements inférieurs aux titres cotés, même avant ajustement au risque.

Les honoraires constituent un obstacle de taille qui s'avère extrêmement difficile à surmonter pour les investisseurs en fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier. Mis à part les frais annuels de fonctionnement, les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier entament une bonne partie des profits, habituellement un cinquième. En outre, les gestionnaires fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier facturent des honoraires de transaction et souvent des frais de suivi. Cette corne d'abondance assure un véritable festin pour le gestionnaire, alors que l'investisseur doit se contenter des miettes.

Comme pour les autres formes d'investissement qui dépendent d'une gestion active experte, les investisseurs sensés envisagent les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier avec le plus grand scepticisme. À moins que les investisseurs n'identifient des gestionnaires du premier quartile, ou même du premier décile, les performances ne pourront compenser le haut niveau de risque encouru.

Le capital-risque

Le capital-risque procure le financement et les compétences en création d'entreprise à des start-ups, avec l'objectif d'en faire des sociétés très profitables. Les apporteurs de fonds destinés au capital-risque sont attirés par différents aspects : soutenir un élément important du système capitaliste, profiter de l'aura de célébrité qui entoure le domaine du capital-risque, et empocher une partie des gains générés par l'activité entrepreneuriale.

Une part de l'attractivité du capital-risque réside dans la ressemblance de chaque investissement avec l'achat d'options. Les pertes ne peuvent dépasser le montant investi, mais les gains peuvent multiplier de nombreuses fois la mise. La combinaison

d'un risque limité et de possibilités de gains substantiels crée une distribution statistique favorable à l'investisseur.

Malheureusement pour les investisseurs, les promesses du capital-risque surpassent la réalité. Sur des périodes suffisamment longues, le rendement global du capital-risque correspond plus ou moins à celui des titres cotés, indiquant que les apporteurs de capitaux ne parviennent pas à recevoir une compensation légitime des risques importants inhérents à l'investissement dans des start-ups.

Mis à part le tableau peu brillant des performances passées, l'investisseur à long terme en capital-risque est confronté à un problème de sélectivité. Les meilleures sociétés de capital-risque refusent généralement d'accepter de nouveaux investisseurs et limitent même l'apport de capitaux des clients existants. Les sociétés de capital-risque qui acceptent de nouveaux capitaux proposent souvent des investissements peu attractifs, de seconde catégorie (voire pire que cela).

Avant la bulle spéculative des nouvelles technologies, à la fin des années 90, les investisseurs en capital-risque percevaient des rendements impropres à compenser les risques encourus. Durant quelques années glorieuses, la folie d'internet a permis à ces investisseurs de se partager des flots hallucinants de plus-values. Et pourtant, cet enthousiasme pour l'investissement dans les start-ups technologiques, issu de la bulle spéculative, a fait surgir un problème inattendu pour les investisseurs. La demande dénuée de tout discernement a permis aux gestionnaires des fonds de capital-risque d'augmenter leurs frais de gestion et de prélever une part plus importante des profits. Après l'éclatement de la bulle, les sociétés de capital-risque ont conservé leurs conditions de rémunération au détriment des investisseurs, créant un obstacle supplémentaire à l'enrichissement de ces derniers.

L'attrait prestigieux du capital-risque

En septembre 1995, Pierre Omidyar, un immigrant iranien né en France, a démarré un site d'enchères en ligne pour aider sa petite amie à vendre sa collection de distributeurs de bonbons. Fin 1996 l'affaire progressait bien et générait des profits intéressants, mais son fondateur entreprit néanmoins de chercher un soutien financier externe. Deux ans après les humbles débuts de cette entreprise qui s'appelle aujourd'hui eBay, Omidyar invita la société de capital-risque Benchmark Capital à entrer au capital. Cette société de capital-risque, assez récente à l'époque, investit 6,7 millions de dollars dans l'entreprise d'Omidyar, la valorisant à 20 millions.

Après l'investissement de Benchmark, la croissance d'eBay continua sur un rythme soutenu, stimulée par une nouvelle équipe de direction menée par Meg Whitman. L'entreprise s'avéra bientôt être une réussite, le lancement de son introduc-

tion en bourse en septembre 1998 la valorisant à 700 millions de dollars. Le prix d'introduction fut d'ailleurs fugitif, car l'intérêt des investisseurs poussa dès le premier jour le cours de l'action de 18 à 47 dollars, représentant alors « la cinquième performance du jour d'introduction de toute l'histoire du marché actions »[1]. Le 23 septembre 1998, le marché valorisait eBay à plus de 2 milliards de dollars. L'investissement de 6,7 millions de dollars effectué par Benchmark avait explosé jusqu'à plus de 400 millions, une stupéfiante multiplication par 60 en un peu plus d'un an.

Mais la fusée eBay n'avait fait que commencer son voyage. En avril 1999, l'action s'échangeant à 175 dollars, la valorisation de l'entreprise était de plus de 21 milliards de dollars. Cherchant à verrouiller une partie de ses gains extraordinaires, Benchmark Capital proposa une partie de sa position à ses investisseurs. Les 6,7 millions de dollars initialement investis par Benchmark étant valorisés à 6,7 milliards, ce multiple d'investissement de 1 000 faisait d'eBay « le meilleur investissement en capital-risque de la Silicon Valley de tous les temps ».[2]

Loin de n'être qu'un feu de paille, eBay continua de prospérer, devenant l'une des entreprises-phares d'internet. Le 22 juillet 2002, avec une capitalisation de 15,7 milliards de dollars, eBay rejoignit les rangs du S&P 500, prenant la 104e place, juste devant la vénérable BB&T Corporation, une société de services financiers basée en Caroline du Nord datant de la Guerre de Sécession. À la dernière séance de bourse de l'année 2007, la valorisation d'eBay s'élevait à 45 milliards de dollars, représentant un multiple d'investissement de 2 250 par rapport à la valorisation initiale de Benchmark Capital pour sa participation initiale.

Tout le monde a gagné de l'argent. Pierre Omidyar, le fondateur d'eBay, s'enrichit au-delà de toute imagination. Meg Whitman, comme tous les employés de l'entreprise, perçut un salaire mirifique. Les capital-risqueurs et leurs clients affichèrent des gains incroyables. Et même les acheteurs de l'action cotée en bourse profitèrent de plus-values significatives. Le capital-risque tenait le haut du pavé.

Bien que l'histoire d'eBay soit un peu exceptionnelle, d'autres réussites du monde du capital-risque – des entreprises comme Cisco, Genentech, Amazon, Starbucks et Intel – ont rapporté des gains énormes aussi bien aux entrepreneurs qu'aux investisseurs. Même des start-ups ayant finalement échoué, comme @home et Excite, ont fourni des opportunités de profit aux investisseurs lorsque la valorisation de ces entreprises s'éleva à des milliards de dollars avant de s'effondrer.

---

1. Randall E. Stross, *eBoys: The First Inside Account of Venture Capitalists at Work*, New York, Ballantine Publishing Group, 2000, 182.
2. *Ibid*., XV.

La dure réalité de la performance du capital-risque

Malheureusement pour les investisseurs, les gains procurés par les grandes réussites du capital-risque n'ont pas suffi à générer des rendements satisfaisants pour l'ensemble du métier. Sur de longues périodes, les investisseurs en capital-risque n'ont pas perçu plus que les rendements du marché actions avec cependant des niveaux de risque beaucoup plus élevés. Le capital-risque ne tient pas ses promesses.

Les sociétés de capital-risque ont généré un rendement moyen étonnamment faible de 3,1 % par an durant les vingt ans commençant en 1985. En comparaison, le S&P 500 a rapporté 11,9 % par an. Les performances du capital-risque dans son ensemble affichent un écart impressionnant, allant de 721 à –100 %, avec une déviation standard de 51,1. Les performances du premier quartile, s'élevant à 16,9 %, ont procuré un rendement bien meilleur que la moyenne, alors que les –6,7 % par an du troisième quartile ont sévèrement entamé le capital des investisseurs[1].

Les rendements du capital-risque se sont avérés décevants, même mesurés au sommet d'un des plus grands délires spéculatifs. Le rapport de 2001 d'*Investment Benchmark* affirmait que l'échantillon de presque 950 fonds de capital-risque avait produit des rendements de 19,6 % par an pendant les vingt ans se terminant le 31 décembre 2000. En termes absolus, un rendement de presque 20 % par an pendant vingt ans paraît intéressant.

Considérez toutefois que si, au lieu d'effectuer des investissements en capital-risque, les investisseurs avaient placé leur argent sur le S&P 500 pendant la même période, il leur aurait rapporté plus que la moyenne générale du capital-risque, soit 20,2 % par an. Même au moment le plus favorable pour le capital-risque, ceux qui avaient investi dans les bonnes vieilles actions ordinaires jouissaient de rendements supérieurs pour un risque moindre.

Mise à part la conclusion intuitive selon laquelle ceux qui investissent dans des start-ups non cotées sont confrontés à un risque matériel plus élevé que ceux qui investissent dans des entreprises cotées à la capitalisation importante, une définition plus rigoureuse du différentiel de risque s'avère difficile. Il suffit de dire que les investisseurs doivent réaliser des rendements du premier quartile ou du premier décile pour pouvoir prétendre à des rendements ajustés au risque supérieurs.

---

1. *2006 Investment Benchmarks Report: Venture Capital*, New York, Thomson Financial, 2006.

Les sociétés de haute notoriété

Au sommet de la hiérarchie des sociétés de capital-risque se tient un nombre relativement restreint d'entreprises qui occupent une position extraordinaire. Ce groupe de huit ou dix sociétés jouit d'un avantage considérable sur ses concurrents moins encensés. Les capital-risqueurs de haut niveau bénéficient d'un flux de capitaux exceptionnel, d'une position forte dans les négociations, et d'un accès privilégié aux marchés de capitaux. En bref, les participants au processus du capital-risque, de l'entrepreneur au banquier, préfèrent avoir affaire à ce petit groupe de sociétés à la notoriété bien établie.

Dans aucun autre secteur des marchés de capitaux l'identité de l'apporteur de fonds n'a autant d'importance que dans le monde du capital-risque. Observez les marchés obligataires. Les émetteurs d'obligations d'État ou d'obligations d'entreprises se soucient-ils de l'identité des détenteurs ? Et les marché actions : le management des entreprises cotées se soucie-t-il de l'identité des actionnaires ? Bien que dans certaines circonstances inhabituelles, comme une prise de contrôle controversée de l'entreprise, les émetteurs de titres peuvent s'interroger sur l'identité de leurs détenteurs, le nom, le rang et le numéro d'immatriculation au registre de ces derniers reste de peu d'intérêt pour les émetteurs. Observez les marchés d'actifs réels. Les gérants d'immeubles de bureaux, de réserves de pétrole ou d'exploitations forestières se soucient-ils de l'identité des propriétaires ? La source des fonds importe très peu ou pas du tout aux individus chargés de gérer les actifs.

À l'inverse, les gérants des sociétés adossées au capital-risque se soucient énormément de la source des fonds. Une proportion très importante d'entrepreneurs souhaitant trouver un financement pour leur start-up, recherche des sociétés de capital-risque de grande notoriété, pensant que le financement par une société de haut vol augmente les chances de réussite. Les associés des sociétés de capital-risque de grande notoriété constituent un groupe vraiment exceptionnel, apportant une expertise et une expérience inégalées en matière de création d'entreprise. Les start-ups bénéficient de la sagesse, des réseaux relationnels bien établis et de l'expérience durement acquise des capital-risqueurs de grande notoriété. Les entrepreneurs sérieux acceptent souvent une valorisation au rabais de leur entreprise pour pouvoir conclure une transaction avec un capital-risqueur de haut niveau. La réputation de l'élite du capital-risque crée un cercle vertueux où la réussite appelle la réussite.

La recherche universitaire confirme la notion d'une performance supérieure des sociétés de grande notoriété dans le domaine du capital-risque. Steven Kaplan, de la Graduate School of Business de l'Université de Chicago, et Antoinette Schoar, de la Sloan School of Management du MIT, mettent en évidence la régularité de

ces performances supérieures, suggérant que « les gestionnaires qui surperforment leurs pairs dans un de leurs fonds, les surperformeront vraisemblablement dans le fonds suivant, et vice-versa ». Les auteurs notent que « cette caractéristique est significativement différente de celle des fonds communs de placement, où une telle persistance des résultats a été difficile à détecter »[1]. Bien que Kaplan et Schoar observent une certaine persistance dans les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier, ils notent « une persistance statistique et économique forte » particulièrement dans les fonds de capital-risque[2].

Les nouveaux entrants dans ce secteur, tout comme les intervenants plus anciens aux portefeuilles bien rôdés, sont confrontés à une difficulté spécifique à ce métier. Toutes les sociétés de capital-risque de haute volée limitent les capitaux sous gestion, et aucune d'elles n'accepte actuellement de nouveaux investisseurs. En conséquence, le choix est réduit pour ces derniers, de même que la possibilité pour les anciens d'augmenter leur exposition à ce marché.

Les nouveaux participants au capital-risque doivent analyser les perspectives de rendement des sociétés acceptant des capitaux frais. De toute évidence, les rendements de cette industrie dans son ensemble souffrent du retrait des fonds relativement anciens, aux montants et aux performances assez élevés. Comme les opportunités disponibles pour le nombre écrasant des investisseurs excluent les sociétés de haut niveau, les attentes en termes de performance exigent un ajustement considérable vers le bas. Dans le contexte d'une industrie ayant produit des rendements historiques semblables à ceux des titres cotés, même un modeste ajustement vers le bas provoque un certain trouble. L'incapacité d'accéder à l'élite du capital-risque porte un coup fatal aux aspirations des investisseurs potentiels.

Le capital-risque et l'inflation

Comme pour toute entreprise, l'investisseur en capital-risque s'attend à ce que la valeur nominale des actifs de l'entreprise investie manifeste une corrélation positive avec l'inflation. Et comme pour d'autres actifs démontrant un lien avec le cours des actions cotées, la relation à court terme médiocre entre les titres cotés et l'inflation remet en question la protection qu'apporterait le capital-risque contre l'inflation.

---

1. Kaplan and Schoar, *Journal of Finance* 40: 1792.
2. *Ibid,* 1809.

La convergence d'intérêts

Les fonds de capital-risque partagent avec les fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier et les fonds alternatifs une même structure de rémunération basée sur la prime de performance, ce qui représente une ambiguïté pour le client. Un haut niveau de co-investissement de la part du gestionnaire est la manière la plus sûre d'aligner ses intérêts avec ceux des investisseurs, en créant une saine symétrie dans l'attitude du premier vis-à-vis des gains et des pertes. Malheureusement, dans le monde du capital-risque, ce co-investissement représente l'exception et non la règle. Toutefois, il est intéressant de noter qu'un bon nombre de gestionnaires appartenant à l'élite du capital-risque investissent des capitaux personnels importants avec ceux de leurs clients.

Le succès de ce type d'investissement permet aux gestionnaires de modifier les termes des contrats en leur faveur. La bulle des valeurs technologiques de la fin des années 90 en donne un exemple frappant. Inspirées par une demande énorme de la part des investisseurs, les sociétés de capital-risque ont commencé à lever des capitaux environ dix fois plus importants que durant la décennie précédente, la taille moyenne d'un fonds en 1990, soit entre 100 et 150 millions de dollars, passant en 2000 de 1 à 1,5 milliard de dollars. Accompagnant cet accroissement de la taille des fonds, une augmentation des honoraires eut lieu, qui dépassa largement la croissance de la masse salariale. Cette augmentation spectaculaire des revenus basés sur les seuls capitaux investis transforma le statut des honoraires. D'un simple mécanisme de couverture des frais généraux, ils devinrent un centre de profit pour les gestionnaires.

Encore plus déroutant pour les investisseurs, les sociétés de capital-risque ont utilisé l'intérêt phénoménal des investisseurs pour tout ce qui touchait à la technologie afin d'accroître leur prime de performance. Avant la folie des nouvelles technologies, les sociétés de capital-risque opéraient dans un cadre hiérarchique bien défini au sein duquel la plupart d'entre elles touchaient des primes de 20 % sur les profits, une poignée de sociétés aux performances régulièrement supérieures touchant 25 %, et Kleiner, Perkins, Caufiels & Byers (le doyen de cette industrie), 30 %. Les sociétés d'élite firent donc coup double en créant des rendements supérieurs et en se rémunérant proportionnellement mieux.

Pendant la bulle internet, l'avidité a prévalu. Une demande apparemment illimitée en investissements de capital-risque permit au peloton d'augmenter sa prime de performance de 20 à 25 %, et au groupe de tête, de la faire passer de 25 à 30 %. Dans un acte extraordinaire d'abnégation et de générosité, Kleiner, Perkins, Caufiels & Byers, qui aurait très bien pu augmenter sa prime de performance à 40 ou même

50 %, la maintint à 30 %. Les gestionnaires de cette société, tout en étant parfaitement conscients de leur force sur le marché, décidèrent sans aucun doute de maintenir leur prime de performance à 30 % afin d'avantager la mission institutionnelle des fonds de réserve et des fondations qui investissaient chez eux.

Confrontés à cette possibilité de modifier les termes des contrats en leur faveur, malgré un historique de performance médiocre pour l'ensemble du secteur, les capital-risqueurs réagirent avec cynisme. Après l'éclatement de la bulle spéculative, un certain nombre de sociétés réduisirent la taille des fonds à des niveaux plus rationnels, atténuant ainsi l'impact des honoraires prohibitifs, mais on attend encore les premières tentatives de réduction des primes de performance. Malgré une performance décevante dans les années qui ont suivi la folie des investissements en capital-risque, l'effet de cliquet des primes de performance semble ne fonctionner qu'à sens unique.

Les caractéristiques du marché du capital-risque

Au 31 décembre 2006, l'industrie américaine du capital-risque contrôlait des capitaux d'environ 131 milliards de dollars, dont 62 % étaient investis dans des entreprises, le reste étant en attente de retrait ou d'investissement. Plus de 870 sociétés de capital-risque étaient actives aux États-Unis fin 2006[1].

Résumé

Les investissements en capital-risque attirent un large éventail d'intervenants motivés par les perspectives de pouvoir participer à un aspect fondamental du capitalisme, à l'aura de prestige qui entoure les start-ups à la mode, et à des rendements exceptionnels. Comme le montre le cas de eBay, l'investissement en capital-risque produit parfois des résultats époustouflants.

Malheureusement, la réussite entrepreneuriale et boursière de eBay est tout à fait exceptionnelle par rapport aux résultats habituels rencontrés dans l'investissement en capital-risque. Dans l'ensemble, les investisseurs en capital-risque perçoivent à peu près les mêmes rendements que leurs pairs qui ont choisi d'investir sur les titres cotés. Après ajustement au risque, la majorité écrasante des capital-risqueurs ne parvient pas à produire des rendements ajustés au risque acceptables.

---

1. Chiffres estimés à partir des données rassemblées par Cambridge Associates. Le capital contrôlé est défini comme étant la valeur nette actuelle de tous les partenariats réunis, plus le capital non encore retiré. Toutes les données ne font référence qu'au marché américain.

Le nouvel entrant dans le monde des participations non cotées est confronté à un obstacle bien différent de ceux qui entravent l'investissement dans d'autres classes d'actifs. Le tiers supérieur des sociétés de capital-risque, pour la plupart fermées aux nouveaux capitaux, jouit d'un accès privilégié aux bonnes affaires, aux entrepreneurs et aux facilités bancaires. L'exclusion de l'élite du capital-risque désavantage tous les investisseurs excepté ceux qui sont là depuis longtemps et ont déjà bien prospéré.

CONCLUSION

Les classes d'actifs non traditionnelles fournissent des outils efficaces aux investisseurs qui cherchent à réduire le risque en construisant des portefeuilles bien diversifiés, et à augmenter les rendements en dénichant des opportunités de gestion active. Les stratégies de performance absolue et la détention d'actifs réels ajoutent à la diversification d'un portefeuille, alors que les participations non cotées améliorent ses perspectives de rendement.

Les investissements dans les fonds ayant un objectif de performance absolue sont constitués de stratégies basées sur les opérations de marché ou sur la valeur et qui exploitent les anomalies de cours des titres cotés. En éliminant l'exposition au marché grâce à des couvertures, les investisseurs réduisent le risque systémique et les résultats dépendent alors du seul talent du gestionnaire. Les positions basées sur les opérations de marché reposent sur l'estimation de situations associées à des fusions-acquisitions ou à des faillites, alors que celles qui sont basées sur la valeur dépendent de l'identification de titres sous-évalués. Comme les stratégies de performance absolue génèrent des rendements semblables à ceux des actions, mais indépendants des fluctuations du marché, cette classe d'actifs apporte aux portefeuilles des caractéristiques extrêmement attractives en termes de diversification et de rendement.

Yale a joué un rôle de pionnier dans l'utilisation des fonds ayant un objectif de performance absolue en tant que classe d'actifs, en les employant dès 1990. Au 30 juin 2007, les rendements depuis l'origine s'élèvent à 13,2 % par an, avec une déviation standard de seulement 4,9 % (à comparer aux 11,2 % de l'indice Wilshire 5000 et à sa déviation standard de 14 %). Les fonds ayant un objectif de performance absolue ont rempli leur mission qui consistait à générer des rendements décorrélés, démontrant des corrélations mensuelles de 0,02 aussi bien avec les actions qu'avec les obligations.

Les actifs réels protègent les portefeuilles contre des hausses inattendues de l'inflation, les investisseurs payant un prix pour cette diversification en acceptant des rendements espérés inférieurs à ceux des titres cotés. Dans des circonstances normales, des niveaux de cash flow élevés ont une influence stabilisatrice, réduisant la volatilité du portefeuille. À la fois du point de vue du risque et de celui du rendement, le portefeuille d'actifs réels de Yale a rempli sa mission, affichant un rendement de 17,8 % par an depuis son origine en juillet 1978 jusqu'en juin 2007.

Les participations non cotées améliorent le rendement du portefeuille au prix d'un risque sensiblement accru, tout en démontrant un faible pouvoir de diversification. L'historique d'investissement des deux dernières décennies ne correspond pas aux attentes, car les fonds spécialisés ont généré des rendements inférieurs à ceux des marchés actions, avec un niveau de risque supérieur. Alourdis par des frais énormes se présentant sous la forme de primes de performance, les investisseurs sont confrontés à la tâche ardue qui consiste à sélectionner les fonds du premier décile afin de pouvoir réaliser les promesses de l'investissement en participations non cotées.

Une forte convergence d'intérêts marque la plupart des montages de participations non cotées, créant une motivation importante pour les gestionnaires de fonds. Un co-investissement significatif de la part des gestionnaires de fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier ou de capital-risque place les décisions d'investissement sur le terrain du rendement du capital, et non sur des considérations contingentes pouvant nuire aux investisseurs. L'engagement financier des gestionnaires fait que tout le monde partage les gains comme les pertes, obligeant les décideurs à réfléchir aux inconvénients (aussi bien qu'aux avantages) de leurs choix. La démonstration de confiance inhérente au co-investissement du gestionnaire émet un signal fort en direction des investisseurs potentiels.

Les stratégies qui permettent d'ajout de la valeur aux entreprises sur le plan opérationnel, font des participations non cotées une activité d'investissement intéressante, créant la possibilité d'exploiter des environnements moins concurrentiels et d'identifier des opportunités d'amélioration fonctionnelle des sociétés pressenties. Dans la mesure où les gestionnaires de participations non cotées augmentent la valeur de l'entreprise investie de manière significative, les résultats de l'investissement démontrent une certaine indépendance aux forces qui dirigent les marchés boursiers C'est seulement en ajoutant de la valeur que les gestionnaires de participations non cotées commencent à engranger les primes extraordinaires associées aux transactions. Une gestion active très présente (au niveau de l'investisseur, du fonds et de l'entreprise investie) forme la base des programmes de participations non cotées qui réussissent.

En sélectionnant des gestionnaires de haut niveau qui suivent des stratégies d'ajout de valeur, l'Université de Yale a obtenu des rendements supérieurs à 30 % par an sur ses investissements en participations non cotées pendant les trente années allant de 1978 à 2007, mettant en évidence la contribution potentielle d'un programme de participations non cotées bien géré aux résultats du portefeuille. Même après ajustement au risque plus élevé inhérent au capital-risque et aux fonds spécialisés dans le rachat d'entreprise avec effet de levier, les résultats de Yale supportent bien la comparaison avec d'autres choix d'investissement.

Les investisseurs qui réussissent dans les classes d'actifs non traditionnelles s'engagent dans la gestion active, cherchant à identifier les meilleurs gestionnaires de fonds. Dans la sélection des partenaires, l'enquête approfondie est centrée sur l'évaluation des compétences et de la personnalité des individus responsables des décisions d'investissement. Développer des partenariats avec des gens exceptionnels est l'élément le plus important de la réussite en investissement alternatif.

9

La gestion des classes d'actifs

Les gestionnaires actifs rivalisent dans un secteur extrêmement difficile, car les marchés ont tendance à valoriser les cours de manière efficiente. Des sommes d'argent astronomiques sont déployées par des investisseurs fortement motivés qui cherchent à exploiter en une fraction de seconde les anomalies de cours. Gagner au jeu de la gestion active nécessite des compétences hors normes et, peut-être, une bonne dose de chance. Les investisseurs sérieux considèrent attentivement les résultats certains d'une gestion passive bon marché avant d'opter pour les résultas incertains dune gestion active coûteuse.

Des coûts significatifs font obstacle aux stratégies de gestion active. Le simple fait d'identifier un portefeuille capable de battre le marché ne suffit pas pour réussir ; il faut que ce portefeuille batte le marché avec une avance suffisante pour pouvoir couvrir les frais de gestion ainsi que les coûts de transaction et leur impact sur le marché. À cause de cette hémorragie de frais en tous genres, un pourcentage écrasant des capitaux investis sur les titres cotés ne parvient pas à générer des rendements semblables à ceux des indices. Surmonter les coûts de la gestion active représente un défi formidable.

Dans un environnement extraordinairement complexe et difficile à appréhender, les investisseurs ont tendance à accepter avec une facilité déconcertante les arguments publicitaires des gestionnaires actifs. Les institutions suivent trop souvent les promesses dorées, enthousiasmantes et finalement coûteuses des stratégies prétendant pouvoir battre le marché, aux dépens de la certitude fiable et banale que procure la gestion passive.

À cause des obstacles presque insurmontables que l'on rencontre à vouloir battre le marché, les investisseurs prudents approchent les gestionnaires actifs avec le plus grand scepticisme. Tout d'abord, en prenant pour *a priori* que l'efficience des marchés

dans la valorisation des actifs est un fardeau de poids sur les épaules du gestionnaire actif qui promet des rendements ajustés au risque supérieurs. Ensuite, c'est seulement lorsque la preuve évidente a été faite qu'une stratégie donnée peut battre le marché que l'investisseur peut se résoudre à abandonner la gestion passive.

Les gestionnaires actifs qui méritent l'attention possèdent des qualités personnelles permettant d'espérer raisonnablement des performances supérieures. Dans leur sélection de gestionnaires externes, les investisseurs doivent identifier les individus qui s'engagent à placer les objectifs de leurs clients institutionnels au-dessus de leurs intérêts personnels. La convergence d'intérêts apparaît le plus souvent avec des sociétés de gestion indépendantes dirigées de façon dynamique par des entrepreneurs énergiques, intelligents et à l'éthique solide. S'engager avec un gestionnaire a des conséquences qui dépassent de loin les questions de rendement financier, car les administrateurs mettent entre ses mains aussi bien les capitaux de l'institution que sa réputation.

Même après avoir identifié une société de gestion prometteuse, il reste à négocier des termes contractuels satisfaisants. L'objectif fondamental de ces contrats consiste à aligner les intérêts afin d'encourager le gestionnaire à se comporter comme un apporteur de fonds. La divergence entre ce que souhaite l'investisseur et ce que réalise le gestionnaire impose des coûts substantiels aux institutions, réduisant ainsi la probabilité d'atteindre leurs objectifs d'investissement.

LE JEU DE LA GESTION ACTIVE

L'excitation de la chasse nuit à l'objectivité dans l'évaluation des opportunités de gestion active. Le jeu apporte des satisfactions psychologiques, générant des sujets de conversation captivants lors des cocktails. Keynes compare l'investissement actif aux jeux des enfants : « Il s'agit, peut-on dire, d'une partie de chemin de fer, de vieux garçon ou de chaise à musique, divertissements où le gagnant est celui qui passe la main ni trop tôt ni trop tard, qui cède le vieux garçon à son voisin avant la fin de la partie ou qui se procure une chaise lorsque la musique s'arrête. On peut trouver à ces jeux de l'agrément et de la saveur bien que tout le monde sache qu'il y a un vieux garçon en circulation ou que lors de l'arrêt de la musique certains se trouveront sans siège. »[1]. Les investisseurs doivent s'assurer que la gestion active

1. Keynes, *General Theory*, 155–56 (traduction de Jean de Largenaye).

mène bien à des rendements espérés plus élevés, et non simplement à une plus grande satisfaction du gestionnaire dans son travail.

La tendance à croire qu'une performance supérieure vient d'un dur travail accompli avec intelligence, obscurcit la vision. Le monde de l'investissement voue un véritable culte à la réussite, déifiant le dernier gourou du marché à la mode. Au lieu de se demander si le gestionnaire du haut du classement n'a pas tout simplement effectué une série de choix chanceux, les observateurs présument que ses bons résultats viennent de son talent. À l'inverse, dans la perception du public, des résultats médiocres viennent d'un manque de capacité. Les intervenants se demandent rarement si les performances brillantes ne sont pas dues à l'acceptation d'un risque plus élevé que celui du marché en général, ou si les résultats médiocres viennent d'une prise de risque moins importante. Le manque d'esprit critique de la communauté des investisseurs concernant la source et les caractéristiques des performances supérieures fait que des individus originaux sont élevés au statut de gourou du marché.

Joe Granville

De tous les individus qui ont ému le marché par leurs prédictions, il se peut bien que Joe Granville soit parmi les plus étranges. À la fin des années 70 et au début des années 80, cet analyste technique fit une série de prédictions qui firent mouche. De manière frappante, le 21 avril 1980, alors que le marché touchait un plus bas de deux ans à 759 points, Granville émit un signal d'achat, anticipant un rallye haussier puissant qui mena l'indice au-delà de 1 000 points en moins de trois mois. En janvier 1981, l'intervention suivante de Granville, un signal de vente, provoqua des vagues de cession qui firent fortement baisser les marchés sur des volumes record. Le jour suivant, sa photo parut à la Une du *New York Times*, alors que le *Washington Post* titrait : « Un pronostiqueur déclenche l'hystérie ; les marchés plongent à cause de ventes paniques ». Granville prédisait qu'il remporterait le prix Nobel, prétendant « avoir percé le secret séculaire permettant de prévoir chaque sommet et chaque creux de marché ».

Les pronostics de Granville, basés sur l'analyse technique, étaient entourés de toute une mise en scène incluant costumes et accessoires. Il avait l'habitude de se déguiser en Moïse pour proclamer ses Dix Commandements sur l'investissement, baissant son pantalon pour lire les cours de bourse inscrits sur son caleçon ou apparaissant sur scène dans un cercueil rempli de serpentins.

De telles extravagances ne diminuaient en rien son impact sur ses disciples. Fin 1981, les marchés se sont effondrés dans le monde entier, parfois en réaction apparente à des pronostics de Granville. Selon Rhoda Brammer de *Barron's* : « Tandis

que Granville se pavanait sur la scène de l'investissement, le marché suivait presque fidèlement son scénario baissier »[1].

Malheureusement pour Granville, il a raté le retournement de marché de 1982. Leur entêtement baissier a fait manquer à ses disciples les premières étapes de ce qui devait devenir le plus grand marché haussier de l'Histoire. Et par un coup du sort cruel, Granville devint fortement haussier juste avant le krach de 1987. En conséquence, une étude de 1992 effectuée par le *Financial Digest* de Hulbert conclut que Granville se classait bon dernier d'un groupe de rédacteurs de lettres d'informations boursières, ayant fait perdre 93 % de leur capital sur douze ans à ses lecteurs.

La prédominance fugitive de Granville sur le monde de l'investissement conforte la croyance des investisseurs selon laquelle les meilleures performances viennent de talents exceptionnels. La méthodologie de Granville reposait sur des données techniques n'ayant en elles-mêmes aucun pouvoir prédictif. Pourtant, il a réussi à influencer les marchés, poussant un grand nombre de gens à suivre ses prédictions farfelues.

Les dames de Beardstown

Au début des années 90, les Beardstown Ladies captèrent l'attention du public des investisseurs. En se basant sur un historique de performance impressionnant ayant battu le S&P 500 de 8,5 points de pourcentage par an pendant les dix ans se terminant en 1993, les matronnes de Beardstown transformèrent leur succès en une carrière lucrative d'écriture de livres et de conférences. Leur premier ouvrage, *The Beardstown Ladies Common-Sense Investment Guide : How We Beat the Stock Market, And How You Can Too*, s'est vendu à plus de 800 000 exemplaires. L'équipe poursuivit avec quatre autres livres : *The Beardstown Ladies' Pocketbook Guide to Picking Stocks*, *The Beardstown Ladies' Guide to Smart Spending for Big Savings: How to Save for a Rainy Day Without Sacrificing Your Lifestyle*, *The Beardstown Ladies' Stitch-in-Time Guide to Growing Your Nest Egg: Step-by-Step Planning for a Comfortable Future*, et *Cookin'Up Profits on Wall Street*. L'empire Beardstown, qui proposait également des conférences, des vidéos et des cassettes, reposait sur la croyance du public dans la solidité du fondement de la réussite extraordinaire des Beardstown Ladies dans le domaine de l'investissement.

Tout le tralala entourant les dames de Beardstown rencontra relativement peu de scepticisme. Leurs affirmations d'une performance supérieure constituaient une preuve « légitime » de l'efficacité de leur approche de l'investissement, sans autre analyse.

---

1. Les informations concernant Granville sont tirées de Rhonda Brammer, "10 Years After He Peaked, Will Joe Granville Rise Again?", *Barron's*, 24 August 1992.

Malheureusement, les Beardstown Ladies possédaient si peu de compétence analytique que le simple calcul de performances dépassait leur capacité. Comme la trésorière du club ne savait pas se servir correctement d'un ordinateur, elle reporta un rendement de dix ans sur une période de deux ans. En fait, après examen critique, tout l'historique de performances élaboré se mua en rendements plus que médiocres. Les chiffres compilés par Price Waterhouse concluaient que les Beardstown Ladies ne produisaient que des rendements de 9,1 % par an, inférieurs de 5,8 points de pourcentage à ceux du S&P 500, et loin des 14,3 % annuels prétendus. En bref, cet historique ne méritait même pas un petit article dans un magazine.

La leçon fondamentale à tirer de la saga des Beardstown Ladies a trait à l'attitude des investisseurs par rapport aux historiques de performance. Les marchés sont suffisamment efficients pour que, lorsque l'on présente des performances extraordinaires, la réaction initiale soit de penser que ces résultats viennent vraisemblablement d'une série de coups de chance. C'est seulement quand des gestionnaires formulent une philosophie d'investissement cohérente et attractive que les investisseurs institutionnels doivent envisager cette opportunité de gestion active.

Jim Cramer

Jim Cramer mérite une place de choix dans le panthéon des anti-héros de l'investissement. Formé à Harvard College et Harvard Law School, Cramer exploite ses références et dispense sans la moindre honte ses conseils d'investissement étonnamment inappropriés à une audience extrêmement crédule.

Cramer s'est fait un nom en tant que partisan enthousiaste des actions de nouvelles technologies pendant la bulle internet. Il cautionnait l'achat de titres hypervalorisés en affirmant que les professionnels de l'investissement « n'avaient rien compris » et que le public était « beaucoup, beaucoup plus malin qu'on ne l'imaginait »[1]. Près du sommet de ce marché, en janvier 2000, Cramer formula six règles « de bon sens » qui devaient permettre à « l'individu moyen » de « battre systématiquement les professionnels ». Parmi ces règles, on trouvait : « Achetez des actions d'entreprises que vous aimez bien », « achetez des actions chères » et « achetez des actions dont les cours progressent par à-coups »[2]. Les règles ineptes de Cramer s'avérèrent parfaitement au point pour infliger le maximum de dégâts aux portefeuilles de ses lecteurs.

---

1. James J. Cramer, "The Bull Case of the Individual Investor", *TheStreet.com*, 28 January 2000.
2. *Ibid.*

Cramer ne mâche jamais ses mots. Il décrit le clan des investisseurs qui se basent sur le momentum et la croissance comme « préférant acheter des actions qui démontrent à la fois une accélération des bénéfices et des cours, sans égard pour leur prix. En d'autres termes, peu importe leur prix, du moment que les cours montent »[1]. Non content de promouvoir une stratégie de momentum irresponsable au sein d'une bulle spéculative, Cramer s'en prit aux gestionnaires orientés sur la valeur. Son mépris pour le clan des contrariens orientés sur la valeur était presque palpable quand il prétendait que « la négation de l'évidence formait la base de la recherche de valeur ». Il accusait les investisseurs orientés sur la valeur « d'aveuglement systématique en ce qui concerne les nouvelles technologies », reprochant à Waren Buffett sa préférence « ridicule » pour Coca Cola par rapport à Microsoft[2].

En février 2000, Cramer écrivit un article sur l'arrogance des gestionnaires de fonds orientés sur la valeur, se lamentant que « non seulement ils ont le culot de nous dire que nous avons tort de détenir des actions comme celles de Cisco ou de Yahoo!, mais ils insistent également sur le fait qu'ils sont la seule autorité à pouvoir décider de ce qu'il faut acheter ». Cramer affirmait que les gestionnaires orientés sur la valeur qui détenaient des actions de Philip Morris « devraient avoir à répondre de leur négligence » et ajoutait que « les pires d'entre eux étaient ceux qui achetaient des actions de Coca Cola et Pepsi… ». Il continuait par un conseil aux investisseurs en fonds communs de placement dédiés à la recherche de valeur : « Reprenez le contrôle. Virez ces types ! »[3].

Bien sûr, le conseil de Cramer tombait complètement à côté de la plaque. Dans l'année qui suivit la publication de sa diatribe anti-valeur, l'action de Coca Cola progressa de 10 %, celle de Pepsi de 36 %, et celle de Philip Morris de 171 %. Pendant ce temps, les actions favorites de Cramer s'effondrèrent, Cisco perdant 57 % de sa valeur et Yahoo! baissant de 84 %.

Si la préférence de Cramer pour Cisco et Yahoo! par rapport à Coca Cola et Philip Morris au début de l'an 2000 fit des dégâts formidables dans les portefeuilles de ses abonnés, son signal de vente des actions de grande distribution détruisit encore un peu plus de valeur. En février 2000, Cramer suggéra « qu'il se pourrait bien que le glas sonne en ce moment pour l'investissement orienté sur la valeur à cause des innovations technologiques ». Il affirmait que le distributeur Albertson, appartenant à l'ancienne économie, était « frappé de plein fouet par un changement

---

1. James J. Cramer, "Cramer the Contrarian Remains Unconvinced, Part 1", *TheStreet.com*. 14 February 2000.
2. James J. Cramer, "Cramer the Contrarian Remains Unconvinced, Part 2", *TheStreet.com*. 14 February 2000.
3. James J. Cramer, "Scrutinizing the Value Managers", *TheStreet.com*. 11 February 2000.

de paradigme fondamental » qui « n'allait qu'empirer à mesure que Urban Fetch, Kozmo et Webvan se développeraient »[1]. Cramer pariait sans équivoque sur les entreprises internet.

Neuf mois après le pronostic de Cramer, Fetch arrêtait son activité de livraison à domicile. Même si Kozmo n'entreprit jamais son introduction en bourse tant attendue (épargnant ainsi aux lecteurs de Cramer une occasion de perdre de l'argent), l'entreprise réussit à se traîner jusqu'en avril 2000 avant de faire faillite. Webvan, qui se vantait d'une capitalisation de 5 milliards de dollars au moment de l'article de Cramer, en février 2000, fit faillite en juillet 2001. Pendant ce temps, Albertson, ce dinosaure condamné à l'extinction, affichait des profits de plus de 500 millions de dollars pour un chiffre d'affaires 2001 de 38 milliards. Enfin, le 30 mai 2006, Albertson succomba à une prise de contrôle du capital menée par SuperValu. Ceux qui calculent les performances pourront noter que, depuis le conseil mal avisé de Cramer jusqu'à la date de la fusion-acquisition, Albertson a rapporté 0,5 % par an, battant le 0,2 % du S&P 500, et écrasant les –9,7 % par an du NASDAQ.

Malgré le conseil d'achat catastrophique de Cramer au plus haut du marché, CNBC lui a offert en mars 2005 sa propre émission de télévision : *Mad Money.* Sur *Mad Money,* Cramer tourne en ridicule le processus d'investissement, jetant des chaises, passant des ours en peluche au hachoir électrique, portant des sombreros et décapitant des poupées à son effigie[2]. Au beau milieu de ces extravagances absurdes, Cramer lance des centaines de recommandations sur des actions. En fait, selon un article de *Barron's* datant d'août 2007, une base de données couvrant six mois de conseils de Cramer comprenait le chiffre ahurissant de 3 458 actions. *Barron's* conclut que « l'évidence statistique suggère que les choix du « maître-téléboursier » ne battent pas le marché. Peut-on d'ailleurs espérer mieux d'un animateur qui conseille 7 000 actions par an ? ». Et pour couronner le tout, Cramer n'a même pas réussi à battre le marché malgré une sélection draconienne de ses conseils après leur diffusion, n'en retenant en moyenne que 2 %. L'estimation négative de *Barron's* le serait encore plus s'il était tenu compte des frais de transaction et des impôts.

Mise à part l'incapacité de Cramer à sélectionner des milliers d'actions gagnantes dans l'année, il semble avoir été autorisé à manipuler les marchés lorsqu'il gérait un fonds alternatif à la fin des années 90. Dans une interview du 23 décembre 2006 pour *Wall Street Confidential*, Cramer dit tout simplement : « … De nombreuses fois, alors que j'étais vendeur pour mon fonds alternatif… je créais de toutes pièces un certain niveau d'activité sur les futures avant l'ouverture des marchés ». Il observe

---

1. James J. Cramer, "Cramer the Contrarian Remains Unconvinced, Part 4", *TheStreet.com*. 14 February 2000.
2. Bill Alpert, "Shorting Cramer", *Barron's*, 20 August 2007: 23–25.

plus loin que « ça ne demande pas beaucoup de capitaux… ». Dans l'interview, il continue en décrivant quelques façons de manipuler les cours de certaines actions[1]. Selon *Barron's*, Cramer affirma plus tard qu'il n'avait fait que « bâtir des hypothèses »[2]. Il est certain que Cramer, diplômé de Harvard et ancien rédacteur en chef du *Harvard Crimson*, sait qu'il n'y a rien d'hypothétique dans la phrase : « Alors que j'étais vendeur pour mon fonds alternatif ». Jim Cramer a-t-il vraiment besoin d'un cours sur le subjonctif ?

Joe Granville, les Beardstown Ladies et Jim Cramer fournissent la preuve que les intervenants sur le marché acceptent souvent des affirmations sans aucun esprit critique, comme si elles étaient par elles-mêmes la preuve d'une saine stratégie d'investissement. La disgrâce subie par Joe Granville et les Beardstown Ladies (et probablement celle que subira un jour Jim Cramer) devrait encourager les investisseurs à adopter une attitude plus sceptique lorsqu'ils évaluent des opportunités de gestion active.

LES CARACTÉRISTIQUES PERSONNELLES

Les investisseurs dans l'immobilier invoquent le mantra « l'emplacement, l'emplacement, l'emplacement ». Les investisseurs sensés cherchant à s'engager avec un gestionnaire actif devraient se concentrer sur « les individus, les individus, les individus ». Rien n'a plus d'importance que de travailler avec des partenaires de qualité.

L'intégrité vient en tout premier. Mis à part le fait qu'un comportement hautement moral est un critère fondamentalement important pour les relations humaines, travailler avec des gestionnaires à l'éthique solide augmente la probabilité de réussite des investissements. La sélection de gestionnaires externes de grande intégrité réduit le fossé qui peut séparer les activités de ces gestionnaires et les intérêts de l'institution.

Des divergences inévitables existent entre les intérêts d'un fonds de réserve et ceux d'un gestionnaire externe. Les problèmes les plus importants peuvent inclure des différences d'objectifs financiers, d'horizon de placement, de statut fiscal, et différentes formes de risque opérationnel. Indépendamment des arrangements contractuels, les gestionnaires externes ont tendance à réagir en fonction de motivations personnelles. Le fait de s'engager avec des individus possédant des critères moraux de haut niveau diminue la gravité des conflits d'intérêt, car les gestionnaires

1. Thyra Mangan, "Comments of T. Mangan on S7-12-06", 28 March 2007: Sec.gov.
2. Bill Alpert, "Shorting Cramer", *Barron's*, 20 August 2007: 25.

à l'éthique solide prennent sérieusement en considération les intérêts du client institutionnel lors de la résolution de conflits.

La loyauté joue un rôle important dans les relations entre intermédiaires financiers, permettant à la vision à long terme de dominer les décisions. Dans le meilleur des cas, l'interdépendance des investisseurs institutionnels et des gestionnaires externes crée un esprit de partenariat qui améliore la probabilité de nouer des relations durables et satisfaisantes.

La loyauté joue dans les deux sens. Les investisseurs doivent permettre aux gestionnaires externes d'entreprendre leurs activités d'investissement dans un horizon temporel suffisamment large. Rompre avec un gestionnaire ayant sous-performé simplement pour éliminer une ligne gênante dans un rapport d'investissement trimestriel, cela n'a pas de sens. De la même manière, un administrateur qui abandonne des partenaires fiables pour choisir des solutions meilleur marché témoigne d'une stratégie à courte vue.

De toute évidence, la loyauté n'exige pas le maintien à tout prix d'un *statu quo*. Les relations entre des investisseurs et des gestionnaires externes peuvent très bien prendre fin pour d'excellentes raisons. Beaucoup trop souvent, toutefois, les investisseurs abandonnent des partenaires de qualité pour des raisons triviales, imposant ainsi des coûts inutiles et des perturbations dans la gestion du portefeuille. Les gestionnaires et les investisseurs institutionnels travaillant ensemble dans un climat de loyauté améliorent les chances de réussite de l'investissement à long terme.

Les gestionnaires de haut niveau investissent avec passion, travaillant à battre le marché de façon presque obsessionnelle. De nombreux gestionnaires hors pair passent un temps pharamineux à rechercher des opportunités, travaillant beaucoup plus que certains professionnels qui se contentent d'un travail bien fait. Les grands gestionnaires sont « accrocs », jouant non pas pour le profit, mais pour le sport. Les marchés fascinent les gestionnaires qui réussissent.

Les meilleurs investisseurs sont attentifs au risque. L'enquête approfondie et le dur labeur sont inhérents à l'investissement, bien que même les décisions les mieux informées ne permettent pas d'éviter les vicissitudes des marchés. Comme beaucoup de choses échappent au contrôle de l'investisseur, les investisseurs de qualité cherchent à savoir tout ce qui peut être connu, limitant l'incertitude au minimum irréductible. Les idées d'investissement bien réfléchies ont tendance à être moins risquées car, comme l'a observé Irving Fischer, ce grand économiste de Yale : « Le risque est inversement proportionnel à la connaissance »[1].

---

1. Irving Fisher, *The Rate of Interest. Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena,* Macmillan Company, 1907, 217.

L'argent est une motivation évidente, apportant la prospérité aux gestionnaires qui réussissent. Cependant, les gestionnaires cherchant à maximiser leurs revenus ne constituent pas un groupe intéressant pour l'investisseur. Les projets de maximisation des profits impliquent des stratégies d'augmentation effrénée des actifs sous gestion et de suivi du benchmark dénué de toute imagination, facteurs qui vont à l'encontre de la réussite en investissement. Les gestionnaires intéressants limitent les actifs sous gestion et effectuent des choix de titres non conventionnels agressifs, impliquant des risques importants pour leur entreprise de gestion dans l'espoir de générer des rendements supérieurs.

Warren Buffett a décrit l'éventail de caractéristiques qu'il souhaitait chez un gestionnaire, lors de sa communication de mars 2007 dans laquelle il affirma rechercher son successeur à la tête du fonds Berkshire Hathaway :

> « Choisir la bonne personne ne va pas être une tâche facile. Ce n'est pas difficile, bien sûr, de trouver des gens brillants, et parmi eux des individus qui ont des historiques de performance impressionnants. Mais, pour l'investissement à long terme, il faut bien plus qu'un cerveau brillant et de bonnes performances récentes.
>
> Le temps passant, les marchés vont faire des choses extraordinaires, et même bizarres. Une seule erreur importante pourrait dévaster une longue série de réussites. Nous avons donc besoin de quelqu'un qui soit génétiquement programmé pour reconnaître et éviter les risques sérieux, y compris ceux que personne n'a encore jamais rencontrés. Certains dangers qui se cachent dans des stratégies d'investissement ne peuvent pas être détectés par l'utilisation des modèles couramment employés aujourd'hui par les institutions financières.
>
> Le caractère est également important. Une pensée indépendante, la stabilité émotionnelle, et une compréhension profonde des comportements aussi bien humains qu'institutionnels, sont des éléments vitaux pour la réussite dans l'investissement à long terme. J'ai rencontré de nombreuses personnes brillantes à qui ces vertus manquaient.
>
> Enfin, nous avons un problème spécifique à envisager : notre capacité à garder la personne que nous allons embaucher. Avoir Berkshire sur son CV fait qu'un gestionnaire serait très demandé sur le marché du travail. Nous aurons donc besoin d'être sûrs que nous saurons retenir la personne de notre choix, même si elle pourrait nous quitter et gagner plus d'argent ailleurs. »[1]

1. "Buffett's Job Description: 'They May Be Hard to Identify' ", *Wall Street Journal*. 28 April, 2007.

Même Warren Buffett s'inquiète de perdre un collègue qui partirait pour saisir une meilleure opportunité économique !

Une enquête approfondie sur les dirigeants des sociétés de gestion donne des informations essentielles pour le processus de sélection des gestionnaires. Passer du temps avec les candidats, aussi bien dans des environnements professionnels que sociaux, permet d'estimer si le gestionnaire démontre les caractéristiques d'un partenaire de qualité. Interroger les personnes citées la liste de références produite par le candidat gestionnaire confirme ou infirme les impressions collectées durant le processus d'enquête approfondie. Contacter des gens qui ne font pas partie de cette liste de références, y compris d'anciens collègues ou des collaborateurs actuels, ou bien encore des concurrents ou autres, fournit des occasions d'évaluer la qualité entrepreneuriale et le niveau d'intégrité d'un gestionnaire pressenti.

Dans le domaine hautement concurrentiel de la gestion d'actifs, seul un faible pourcentage de gestionnaires surmonte l'obstacle énorme des frais et affichent des performances supérieures à celles du marché. L'identification des membres de ce groupe restreint qui vont surperformer, exige une concentration intense sur les caractéristiques personnelles. Seuls les tout meilleurs réussissent.

LES CARACTÉRISTIQUES ORGANISATIONNELLES

Les bonnes personnes ont tendance à créer de bonnes organisations, ce qui renforce l'aspect central de la sélection de partenaires solides. Mais pour indispensable que cela soit, trouver des gens formidables ne constitue que le point de départ dans la recherche d'un gestionnaire d'actifs, car des gens formidables dans des organisations mal structurées affrontent les marchés avec un handicap inutile. Dans un monde où le choix est étendu, faire des compromis sur les questions structurelles est un non-sens.

Les structures de gestion d'actifs attractives encouragent les décisions centrées sur la création de plus-values d'investissement, et non sur la génération d'honoraires. De telles sociétés de gestion centrées sur les actifs ont tendance à être de taille modeste, réactives et indépendantes.

La taille et la base de clientèle

La taille appropriée dépend de la nature des investissements envisagés. En général, les petites structures ont tendance à mieux performer. La taille de la société de gestion importe peu lorsqu'il s'agit d'investir dans des titres très liquides comme les obligations du Trésor américain et les actions domestiques à grosse capitalisation. Mais bien sûr, ces marchés fournissent peu d'occasions de générer des rendements supérieurs. Les situations intéressantes pour la gestion active se rencontrent sur les marchés plus étroits et moins liquides, exigeant des gestionnaires qu'ils appliquent une discipline suffisante pour limiter la taille des capitaux sous gestion.

Les contraintes liées au nombre de clients limitent la croissance des sociétés de gestion raisonnables aussi sévèrement que les contraintes liées à capitalisation. Bien que la communication d'entreprise ordinaire puisse être effectuée par des mailings généraux ou des collaborateurs du service-clients, les clients institutionnels exigent inévitablement que les dirigeants d'une société de gestion leur consacrent une quantité significative de temps et d'énergie. Un gestionnaire qui choisit des clients moins impliqués, donc moins difficiles à gérer, fait une erreur potentiellement grave. Tout d'abord, les clients de qualité apportent occasionnellement des informations précieuses pour le processus d'investissement. Ensuite, dans le cas où la société de gestion traverse une période de performances médiocres facilement explicables, les clients de qualité continuent de soutenir les activités du gestionnaire. Les clients moins sophistiqués sont moins fiables dans leurs réactions, démontrant souvent des tendances cycliques en achetant au plus haut et en vendant au plus bas, ce qui introduit de l'instabilité dans les opérations d'investissement.

Une base de clientèle solide constitue un avantage à la fois pour le gestionnaire et pour les clients eux-mêmes. Si le fichier de clientèle d'une société de gestion d'actifs contient des « maillons faibles », des performances relativement médiocres peuvent provoquer des retraits importants de capitaux. De tels retraits nuisent aux autres clients à la fois directement – car les frais de transaction sont répartis entre tous les clients – et indirectement – car les défections de clients démoralisent le gestionnaire.

À l'inverse, des clients qui soutiennent intelligemment la société de gestion contribuent à la stabilité financière et émotionnelle d'un gestionnaire qui traverse une période de mauvaises performances. En apportant de nouveaux capitaux à un gestionnaire qui sous-performe, le client se met en position de profiter d'un retour de fortune, tout en apportant un vote de confiance qui profite au gestionnaire.

L'attitude entrepreneuriale

Les petites sociétés indépendantes opèrent à l'opposé du spectre par rapport aux grosses filiales de conglomérats de services financiers. Une taille d'entreprise appropriée et des structures capitalistiques sensées contribuent à des performances d'investissement supérieures. La tendance des petites sociétés de gestion orientées sur les actifs à se comporter de façon réactive fournit un contexte favorable au processus de gestion des investissements. Les environnements réactifs mettent l'accent sur les individus, les faisant passer avant la bureaucratie et la structure. En donnant la première place aux individus, les sociétés d'investissement augmentent leurs chances de réussite.

Dans les organisations réactives, les individus sont amenés à prendre des décisions, ce qui donne une grande importance à la sélection des collaborateurs possédant des caractéristiques comportementales attrayantes. Des gens remarquables forment le cœur d'une structure entrepreneuriale solide car, selon le capital-risqueur Len Baker « ils fonctionnent mieux, réagissent mieux aux surprises, et attirent d'autres individus remarquables ». Il suggère que les gestionnaires soient « constamment sur le pont, obsédés par l'investissement, et adoptent une approche bottom-up »[1].

Le capitalisme entrepreneurial repose sur trois forces propulsives : l'innovation, la propriété et l'adaptation, traits caractéristiques des sociétés de gestion qui réussissent.

L'innovation

D'après Schumpeter, les innovateurs « voient des choses qui ne s'avèrent vraies qu'*a posteriori* »[2]. En élaborant un processus d'investissement qui favorise l'anticipation, les gestionnaires posent le fondement de la réussite. Les rendements supérieurs viennent des partis pris originaux qui n'obtiennent la reconnaissance générale qu'*a posteriori*, en provoquant souvent la surprise des observateurs ordinaires. En identifiant les conséquences inattendues avant qu'elles ne surviennent, les gestionnaires qui réussissent obtiennent des rendements supérieurs en exploitant des

1. Ces lignes sur le capitalisme entrepreneurial s'inspirent fortement de l'essai de G. Leonard Baker, General Partner de Sutter Hill Ventures: "How Silicon Valley Works: Reflections on 25 years in the Venture Capital Business", 1997.
2. Joseph A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, trad. de Redvers Opie, Cambridge, Harvard University Press, 1934, 66.

intuitions exceptionnelles. Sans choix créatifs dans la construction du portefeuille, les gestionnaires sont confrontés à des perspectives décevantes car les idées toutes faites sont l'expression du consensus. L'efficience des marchés ramène les portefeuilles conventionnels à la moyenne générale, ce qui fait que les portefeuilles conventionnels remplis d'idées d'investissement conventionnelles produisent des résultats conventionnels, un bien piteux accomplissement pour des gestionnaires actifs.

Dans leurs efforts d'innovation, les entrepreneurs encouragent l'expérimentation, acceptant certains échecs occasionnels comme prix à payer pour des gains potentiels. Des échecs répétés précèdent la réussite de nombreuses sociétés, exigeant une culture d'entreprise qui encourage l'expérimentation et accepte les erreurs. En autorisant explicitement l'échec, tout en maintenant son coût aussi bas que possible, les sociétés d'investissement créent un environnement permettant aux gestionnaires de construire des portefeuilles à fort potentiel vraiment innovants.

La propriété

La propriété financière et morale conduit à des résultats supérieurs. Les sociétés d'investissement solides récompensent financièrement les collaborateurs qui s'engagent corps et âme. La propriété de l'entreprise, lorsqu'elle est répartie sur l'ensemble du personnel, améliore la stabilité de l'organisation, facilitant la vision à long terme. Des motivations financières bien structurées suscitent des comportements adéquats de la part des collaborateurs, découragent les choix orientés sur les honoraires et encouragent ceux qui contribuent à la valorisation du capital. L'aspect psychologique de la propriété fournit un complément indispensable aux avantages financiers. En faisant participer les collaborateurs au processus de décision, les intérêts du dirigeant et du client sont préservés.

L'adaptation

L'adaptation exige une sélection attentive amplifiant les points forts et éliminant les faiblesses. En choisissant un portefeuille de positions attractives dans un large univers d'opportunités, les investisseurs qui réussissent expriment un discernement original qui les distingue du troupeau. Des idées intéressantes demandent l'engagement d'une part importante des capitaux, amplifiant l'impact des convictions fortes et éliminant les positionnements plus faibles. Lorsque les circonstances changent, les gestionnaires reconfigurent les portefeuilles afin qu'ils reflètent les nouvelles conditions. Non seulement l'adaptation influence les tactiques de sélection des titres, mais à mesure que les marchés évoluent, cette même adaptation peut conduire à de

nouvelles stratégies d'investissement. Si les inefficiences disparaissent dans une niche de marché particulière, l'entrepreneur délaisse le marché devenu inattractif et recherche de nouvelles anomalies de cours à exploiter. Aussi bien sur le plan tactique que sur le plan stratégique, l'adaptation joue un rôle important dans la gestion d'actifs.

Comparez la souplesse des organisations réactives à celle des bureaucraties. Les structures bureaucratiques sont confrontées à un environnement monotone, régulier et difficile à faire changer. Les procédures de contrôle mettent l'accent sur la structure, reléguant au second plan le rôle des individus. Les bureaucraties utilisent une forme de pensée conventionnelle et recherchent le consensus, punissant durement et rapidement l'échec. En recherchant la sécurité et en évitant toute controverse, les structures bureaucratiques évincent systématiquement les opportunités de marché susceptibles de rapporter des rendements supérieurs. Les bureaucraties ont des difficultés à gérer les environnements de marché sans cesse changeants, et sont impuissantes à résoudre les problèmes de gestion active même les plus élémentaires.

De nombreux administrateurs bureaucratiques recherchent les gestionnaires renommés, réduisant ainsi le risque pesant sur leur carrière en choisissant des sociétés de gestion largement reconnues, éventuellement avec la bénédiction d'un consultant externe. Les grosses entités procédurières qui génèrent des résultats réguliers procurent un havre sûr aux clients pusillanimes. Les sociétés respectées développent leur notoriété, utilisant leur réputation pour attirer et retenir les capitaux. Dans le domaine de l'investissement en titres cotés, la notoriété n'apporte aucun avantage au processus de gestion du portefeuille. La valeur de la notoriété ne réside que dans le niveau de confort procuré aux clients.

Les décisions d'investissement confortables ne peuvent générer des résultats intéressants. L'inconfort est une condition nécessaire, bien qu'insuffisante, à la réussite. Comme les sociétés de gestion réactives ont tendance à être plus récentes et plus petites, leurs historiques de performance peuvent s'avérer plus difficiles à définir et à interpréter. Les stratégies moins procédurières dépendent énormément des individus, réduisant la possibilité pour le client de se reposer sur la notoriété. Bien que le fait de s'engager avec un gestionnaire réactif demande plus de courage que de suivre des recommandations fondées sur la notoriété, la réussite de l'investissement peut exiger de faire confiance à des gestionnaires ne possédant pas les habituelles références institutionnelles.

Malheureusement, des partenaires d'investissement autrefois attractifs mûrissent parfois jusqu'à devenir des bureaucraties repoussantes. Le concept de destruction créatrice de Schumpeter tient la route, car les organisations évoluent depuis le stade de petites entreprises artisanales vers celui de grosses sociétés dont les caractéristiques

vont à l'encontre des préceptes qui sont à l'origine de leur création. À mesure que l'organisation croît, la mutation « révolutionne de l'intérieur, et en permanence, la structure économique, détruisant sans cesse l'ancienne et en créant continuellement une nouvelle »[1]. La reconnaissance institutionnelle menace les caractéristiques mêmes qui avaient rendu l'entreprise intéressante à l'origine. À mesure que le temps et la croissance érodent l'enthousiasme entrepreneurial qui a fait le succès initial de la société, le dirigeant doit rejeter les anciens partenaires et en rechercher de nouveaux afin d'assumer les nouvelles capacités en termes de gestion. Le processus de destruction créatrice, dont Schumpeter conclut qu'il est « un élément essentiel du capitalisme »[2] pose des problèmes aux sociétés de gestion d'actifs.

Les guérilleros de l'investissement

Miles Morland, ancien directeur associé de Blakeney Management, a réussi à capter l'essence de ce qui fait la force d'une organisation d'investissement réactive dans une lettre où il décrit les raisons de son rejet d'une fusion envisagée avec un conglomérat de services financiers beaucoup plus puissant. Blakeney gère des capitaux en Afrique et au Moyen-Orient.

> « J'ai bien peur que nous n'allions pas plus avant dans notre projet de fusion… Blakeney Management est un petit groupe de guérilleros. Notre réussite vient de notre capacité à combattre et à fouiner dans des endroits trop étroits et trop risqués pour des gens qui ont beaucoup à perdre. C'est aussi ce qui fait de Blakeney une entreprise dans laquelle il est passionnant de travailler. Nous sommes totalement concentrés sur notre travail, sans aucun égard pour nos voies de ravitaillement ni pour ceux sur le territoire desquels nous empiétons. Votre société est une grosse armée puissante en uniforme. Grâce à vous, elle a conservé son esprit d'entreprise plus que n'importe quelle autre grosse société américaine, mais il n'en reste pas moins que les commandos de parachutistes sont plus réactifs que les régiments de chars d'assaut. Les grosses entreprises ont besoin par nature de discipline et de lignes hiérarchiques. Leur taille impressionnante signifie que lorsqu'elles s'aventurent outre-mer, elles tissent des relations complexes avec d'autres formes de pouvoir à l'étranger, formes qui sont du même acabit…

---

1. Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism, and Democracy*, New York, Harper & Brothers, 1950, 83.
2. *Ibid*.

> Des guérilleros ne peuvent pas être intégrés dans une armée régulière sans perdre en même temps ce qui les rend si efficaces. Tous les spécialistes chez Blakeney ont autrefois été officiers dans l'armée régulière et ont déserté pour rejoindre la guérilla. C'est la pensée que vous êtes vous-même un guérillero dans l'âme qui nous a fait poursuivre les négociations malgré les signaux d'alerte. Si nous nous posons la question de savoir en quoi cette fusion va nous aider à travailler mieux et plus, et en quoi elle va rendre notre vie plus intéressante et heureuse, nous ne trouvons aucune réponse. Tout montre la direction opposée. Il ne s'agit pas d'une critique de votre entreprise ni des individus formidables que nous y avons rencontrés. Mais c'est la perspective de s'affilier à quelqu'un d'aussi grand que vous. Même si nous ne devrons pas porter d'uniforme, nous aurons à conduire nos affaires d'une manière qui corresponde aux règles qui vous sont imposées et, lorsque nous allons fouiner à la recherche d'opportunités, il va nous falloir respecter cette alliance. Nous sommes par essence des voleurs de bétail, pas des bergers. Nous entreprenons des raids-éclairs au Zimbabwe, au Ghana ou en Égypte alors que nos partenaires… tiennent des réunions pour décider… de la manière dont ils vont pouvoir déployer leurs troupes imposantes. En arrivant sur place, nous espérons qu'ils découvriront quelques têtes de bétail manquantes.
>
> … J'espère que nous pourrons continuer à travailler ensemble. Tout cela à commencé à cause du respect que j'ai pour vous en tant que personne. J'accepte le reproche de ne pas avoir réalisé plus tôt les implications de cette fusion. Peut-être qu'à la fin de l'histoire, nous aurions pu devenir l'actionnaire principal et vous, l'actionnaire minoritaire, mais si une souris majoritaire se couche dans le lit d'un éléphant minoritaire, ce n'est certainement pas l'éléphant qui va finir transformé en crêpe. »

En sélectionnant des gestionnaires à l'orientation proactive, les investisseurs améliorent leurs chances de réussite. Les grosses entreprises diversifiées et dont le fonctionnement repose sur des procédures sont confrontées à la tâche décourageante de devoir surmonter les obstacles bureaucratiques. Les petites sociétés indépendantes et spécialisées, disposant d'un personnel compétent, sont beaucoup plus susceptibles de pouvoir choisir le chemin contrarien qui mène à d'excellentes performances d'investissement.

Les organisations indépendantes

Les investisseurs accroissent le niveau de convergence d'intérêts avec les gestionnaires de fonds en choisissant de travailler avec des entreprises spécialisées et indépendantes. Des conflits particulièrement graves apparaissent entre les objectifs des investisseurs et les activités du gestionnaire dans les « supermarchés financiers », ces grosses organisations bureaucratiques qui proposent tout un éventail de choix d'investissement. Le personnel des gros conglomérats financiers connaît un turnover beaucoup plus important que celui des sociétés indépendantes. La rémunération explique en partie cette différence. Les revenus de la filiale d'investissement du supermarché financier sont pompés par la maison-mère, qui lui en restitue une partie sous forme de rémunération du personnel. Les gestionnaires de portefeuille qui réussissent et sont employés par un de ces supermarchés ont le choix de simplement déménager sur le trottoir d'en face, d'ouvrir leur propre boutique et de recevoir 100 % des revenus associés à leurs efforts. L'objectif de profit du supermarché financier crée de l'instabilité dans ses filiales, provoquant un hiatus entre les intérêts de l'entreprise et ceux de ses clients. Un désir d'indépendance explique également ce turnover élevé. La possibilité d'opérer sans l'intervention de bureaucrates qui n'ont en vue que les intérêts de leur entreprise, attire les meilleurs gestionnaires. Les interventions externes malheureuses dans le processus de décision, quoique bien intentionnées, créent une forte probabilité de résultats médiocres et motivent pour créer une société indépendante. Une dernière motivation vient du sentiment de propriété. Les intervenants qui sont propriétaires de leur structure travaillent plus et mieux que les employés qui se contentent de pointer à l'usine. Les petites organisations indépendantes et réactives apportent une plus grande convergence d'intérêts entre la société et ses clients.

La focalisation sur l'investissement améliore les chances de satisfaire les objectifs des clients. Une ligne de produits concentrée oblige les gestionnaires à vivre (ou à mourir) des performances de l'investissement, créant une motivation importante pour la production de rendements supérieurs. À l'inverse, une société proposant un large éventail de produits anticipe que les gains espérés sur les produits qui marchent bien vont plus que compenser les pertes inévitables sur les stratégies perdantes, réduisant ainsi le coût des échecs. Pire encore, en recherchant des revenus stables et réguliers, les gestionnaires du supermarché financier façonnent des portefeuilles largement diversifiés, suivant suffisamment les benchmark pour éviter toute remise en question de leur mandat de gestion, ce qui leur interdit de viser l'excellence. Les investisseurs préfèrent les gestionnaires qui placent tous leurs œufs dans le même panier… et le surveillent avec la plus grande attention. En choisissant des gestionnaires spécialisés, les investisseurs augmentent leurs chances de réussite.

En recherchant des revenus stables et réguliers, les conglomérats financiers veulent la sécurité aux dépens de la performance. Les gestionnaires s'aperçoivent vite que les revenus stables viennent de l'attraction de capitaux supplémentaires, et non de la production de rendements supérieurs. Comme la taille est l'ennemie de la performance, ceux qui cherchent à tout prix à collecter des fonds engrangent des gains au détriment de leurs clients.

L'ouverture du capital d'une société de gestion au public pose d'autres problèmes à ses clients. Bien que les intérêts d'un supermarché financier privé diffèrent fondamentalement de ceux de ses clients, dans le cas d'une société cotée, l'introduction d'actionnaires externes exacerbe encore les conflits d'intérêt. Le problème le plus évident, et peut-être le plus grave, concerne le conflit d'intérêts entre les clients et les actionnaires externes.

Fortress Investment Group

Lorsqu'une société de gestion indépendante se propose d'être introduite en bourse, les documents de l'offre publique contiennent des indications concernant les conséquences de l'introduction pour les propriétaires de la société, pour ses clients et pour les futurs actionnaires externes. Mais ces documents ne décrivent pas d'emblée le conflit d'intérêts fondamental qui surgit à l'arrivée d'actionnaires externes dans la société. Dans le contexte d'une société non cotée, le gestionnaire accepte la responsabilité qui consiste à produire des résultats satisfaisants pour les clients qui lui confient des fonds. Dans le contexte d'une société introduite en bourse, le gestionnaire conserve cette responsabilité de servir les intérêts de ses clients, mais y ajoute celle qui concerne les actionnaires externes. Et les intérêts des clients et des actionnaires externes se trouvent souvent en conflit.

L'introduction en bourse de Fortress Investment Group (un gestionnaire de participations non cotées, de fonds alternatifs et de véhicules d'investissement alternatifs cotés, pesant au total 26 milliards de dollars) met en évidence les problèmes auxquels sont confrontés les clients d'une société de gestion cotée. Prenez le cas des dividendes. La déclaration d'enregistrement de novembre 2006 observe fièrement que « contrairement à de nombreuses sociétés de gestion cotées, nous avons l'intention de distribuer une part importante… de nos bénéfices annuels sous la forme de dividendes trimestriels »[1]. Des dividendes importants profitent clairement aux actionnaires. À l'inverse, ceux qui ont investi dans les produits de gestion financière de Fortress souffrent de cette politique de distribution des bénéfices.

---

1. Fortress Investment Group LLC, *Form S-1*, 8 November 2006: 4.

Réfléchissez à la source du versement de ces dividendes. Les revenus les plus fiables viennent des honoraires de gestion que Fortress facture à ses clients. Des honoraires plus élevés et une augmentation des capitaux sous gestion profitent aux actionnaires externes. Mais aucun des deux ne bénéficie aux clients de fonds de placement de Fortress. En réalité, les deux facteurs produisent des rendements plus faibles. Pour ajouter l'insulte à la blessure, une partie des honoraires payés par les clients de Fortress ne vont pas à la société de gestion elle-même, mais à des actionnaires anonymes. La question du versement des dividendes met en évidence le conflit entre clients et actionnaires externes.

Dans une tentative de justification de l'introduction en bourse, le communiqué de l'offre inclut un chapitre très utile intitulé « Pourquoi nous devenons une entreprise cotée » qui comporte les titres suivants : « Les Personnes », « La Pérennité », « Le Capital » et « Les Devises ». En ce qui concerne « Les Personnes », Fortress suggère que les actions cotées vont « renforcer notre capacité à proposer des incitations financières aux employés existants et futurs »[1]. Le communiqué de Fortress ignore le fait évident que les actionnaires externes vont réclamer une partie des fonds qui auraient été disponibles à la redistribution aux employés de la société. Une introduction en bourse diminue la masse salariale, ce qui rend trompeuse la déclaration de Fortress.

En ce qui concerne « La Pérennité », Fortress espère profiter d'un accroissement des capitaux que les institutions et les individus lui confient. Il n'existe aucune preuve que les investisseurs préfèrent les sociétés cotées aux entreprises qui ne le sont pas. En réalité, si les investisseurs recherchent des rendements ajustés au risque supérieurs, les fondamentaux suggèrent la conclusion opposée.

En ce qui concerne « Le Capital » et « Les Devises », Fortress suggère que les actions échangées sur le marché favorisent la croissance de l'entreprise, sa capacité de créer de nouveaux produits d'investissement, et le financement de futures acquisitions. L'augmentation des capitaux sous gestion et du nombre de produits proposés peut fort bien profiter aux dirigeants et aux actionnaires externes de Fortress, mais en aucun cas aux intérêts de ses clients.

En revanche « L'Avidité » est étrangement absente de la liste des arguments en faveur de l'introduction en bourse. Juste avant celle-ci, le 18 décembre 2006, les dirigeants de Fortress (au nombre de cinq), ont vendu 15 % de l'entreprise à la société financière japonaise Namura « pour environ 888 millions de dollars, la totalité de la somme revenant aux dirigeants »[2]. De plus, entre le 30 septembre 2006 et l'intro-

1. Fortress Investment Group LLC, *Form S-1/A*, 2 February 2007: 2.
2. Fortress Investment Group LLC, *Form 10-K*, 31 December 2006: 82–3.

duction en bourse, la déclaration d'enregistrement de Fortress précise que « 528,5 millions de dollars ont été distribués aux dirigeants »[1]. Et pour couronner le tout, les lecteurs attentifs du communiqué d'introduction peuvent observer que, peu avant la période d'introduction, les dirigeants de Fortress ont contracté un emprunt de 750 millions de dollars qui a permis de refinancer une dette précédente de 175 millions, « d'investir dans différents fonds existants ou nouveaux de Fortress et d'effectuer une distribution de capital exceptionnelle de 250 millions aux dirigeants »[2]. Enfin, dans un enchevêtrement de termes compliqués que seul un avocat pourrait apprécier, la déclaration d'enregistrement décrit un « accord fiscal » qui pourrait rapporter aux dirigeants des « sommes importantes »[3].

Entre la manne de 888 millions de dollars versée par Nomura, les 528,5 millions de distribution avant l'introduction en bourse et les 250 millions de crédit octroyés, les dirigeants de Fortress ont empoché la modique somme de 1 666,5 millions de dollars. Trouver ces trois éléments de rémunération a demandé la lecture attentive de pages et de pages de prose juridique dans la déclaration d'introduction de la société. Dans un monde où l'on s'exprimerait plus franchement, le chapitre intitulé « Pourquoi nous devenons une entreprise cotée » contiendrait également le titre « L'Avidité », ce que les 1 700 millions de dollars perçus par quelques heureux mettent clairement en évidence.

L'introduction en bourse de Fortress profite de toute évidence à ses dirigeants, et impose tout aussi évidemment des coûts à la fois à ses employés moins favorisés et aux clients de la société. En offrant une part du gâteau aux actionnaires externes et en se payant grassement, les dirigeants ne laissent pas grand-chose pour rémunérer leurs collaborateurs. En introduisant dans l'entreprise la responsabilité de servir les intérêts des actionnaires externes, Fortress crée un conflit avec ses obligations envers ses clients. Les introductions en bourse des sociétés de gestion profitent à quelques-uns aux dépens du plus grand nombre.

United Asset Management

United Asset Management (UAM), un ancien holding détenu par des gestionnaires de fonds, illustre les problèmes de propriété externe aux entreprises de gestion. Fin 1998, avec des participations au capital de 45 sociétés et des capitaux sous gestion dépassant 200 milliards de dollars, UAM figurait parmi les plus gros propriétaires

1. Fortress, *Form S-1/A*, 62.
2. *Ibid.*, 106.
3. *Ibid.*, 15.

de sociétés de gestion du monde. Bien que l'entreprise affichait un niveau impressionnant de capitaux sous gestion, UAM fonctionnait selon un modèle inadéquat.

La liste des sociétés de gestion détenues par le holding incluait des noms prestigieux comme Acadian Asset Management et Murray Johnstone Limited. Bien que d'excellentes performances historiques étayassent la réputation de ces gestionnaires, leur acquisition par UAM réduisit leurs perspectives de rendements futurs. L'accent mis sur l'augmentation des capitaux sous gestion, la perte de motivation entrepreneuriale et le détournement des revenus au profit d'actionnaires passifs, créèrent les conditions menant à des performances médiocres.

Même si le rapport annuel d'UAM pour 1997 énumère le nom, l'adresse et les stratégies d'investissement de chacune des filiales, aucune donnée sur les performances n'apparaît. Les retraits nets de fonds pour 1997, s'élevant à 16 milliards de dollars, conduisent à la conclusion selon laquelle les gestionnaires ont produit dans l'ensemble des performances décevantes. Les quelques rares références aux performances contenues dans le rapport peinent à brouiller le message : les rémunérations des gestionnaires venaient d'une augmentation des capitaux sous gestion, et non de la production de rendements supérieurs.

Norton Reamer, le président du conseil d'administration, comptait résoudre le problème de fuite des capitaux en faisant de « l'amélioration de la collecte de fonds [notre] priorité n° 1 pour 1998 »[1]. Le rapport souligne plus loin les programmes de motivation des gestionnaires permettant d'atteindre cet objectif, « qui dépend à l'évidence d'un meilleur service aux clients et de leur fidélisation ainsi que du développement de nouveaux produits et du marketing ». Où se trouve la référence aux performances d'investissement ? Le rapport annuel indique que les nouvelles acquisitions vont se concentrer sur des sociétés démontrant le plus fort potentiel de croissance, et non sur celles qui sont le plus susceptibles de procurer des rendements supérieurs.

Malgré un marché fortement haussier, UAM se révéla incapable « d'améliorer sa collecte de fonds ». Tout au long de l'année 1998, presque 20 milliards de dollars furent retirés des sociétés de gestion abritées par UAM. Bien qu'UAM continuât de formuler son objectif d'accroissement des capitaux sous gestion par un meilleur service à la clientèle, l'entreprise annonça plusieurs initiatives d'investissement censées améliorer la performance.

Ces initiatives échouèrent de toute évidence, car 1999 ne s'avéra pas plus fructueuse que 1998. Le rapport annuel d'UAM observait que les capitaux sous gestion avaient augmenté insuffisamment de 1,2 milliard de dollars pendant une année

1. United Asset Management, *United Asset Management Annual Report*, 1997, 2.

éminemment haussière sur les marchés ; les gains de 22,5 milliards n'avaient que légèrement dépassé les 21,1 milliards de retraits[1].

Le 16 juin 2000, UAM jetait l'éponge, débutant des négociations d'accord de vente de l'entreprise à Old Mutual. Le *Wall Street Journal* indiqua que le prix d'achat, qui s'élevait à environ 1,2 % des capitaux sous gestion, se situait au bas de « la fourchette habituelle de 1 à 5 % des capitaux sous gestion » dans ce genre de transactions, ce qui reflétait « l'important travail de restructuration à venir »[2]. Trevor Moss, un analyste basé à Londres, observa qu'UAM avait « à peu près le même niveau de capitaux sous gestion que cinq ans auparavant », un résultat décevant par rapport à une multiplication par presque trois de la capitalisation du marché actions pendant la même période[3].

UAM échoua pour tout un ensemble de raisons. La propriété externe de sociétés de gestion modifie inévitablement la culture de l'organisation, diminuant l'esprit d'entreprise si essentiel à la réussite des investissements. Lorsque les dirigeants « tapent dans la caisse », la focalisation sur les performances s'évanouit, sapant la vitalité de l'entreprise. Après la vente de leur société, ses anciens dirigeants sont confrontés à un avenir beaucoup moins attrayant. D'après les documents d'UAM, seuls 50 à 70 % des revenus demeurent dans la société achetée lors d'une acquisition ordinaire. Le détournement des ressources vers des actionnaires externes passifs réduit le butin à partager entre les employés de tout niveau, ce qui crée une instabilité du personnel. Les employés de sociétés de gestion détenues par des actionnaires externes ont le choix de s'installer sur le trottoir d'en face, d'ouvrir leur propre boutique et d'empocher une part plus grande des bénéfices de la société de gestion indépendante nouvellement formée.

En octobre 2007, Scott Powers, le président et directeur général de Old Mutual, prit conscience des difficultés posées par la propriété externe à l'entreprise, observant : « Cela nous a pris du temps pour trouver le juste équilibre entre les motivations financières à court terme et à plus long terme ». Cinq ans après l'achat d'UAM, Old Mutual avait terminé la transformation du processus d'accord de partage des revenus en contrat de partage des profits, un pas vers la réduction de la motivation à collecter de nouveaux capitaux. En 2007, Powers formula un objectif à long terme : « remettre le capital entre les mains des filiales ». Bien que le fait de remettre la propriété de leurs entreprises entre les mains des dirigeants des filiales

---

1. La cession d'une société associée réduisit les actifs sous gestion d'environ 200 millions de dollars.
2. Sara Calian and Laura Saunders Egodigwe, "Old Mutual Agrees to Acquire Asset-Management Firm UAM", *Wall Street Journal*, 20 June 2000.
3. *Ibid*.

constitue un pas dans la bonne direction, ce partage de capitaux n'est pas équivalent aux caractéristiques de détention à 100 % d'un gestionnaire indépendant[1].

La recherche de l'excellence en investissement dans le contexte d'un conglomérat de gestionnaires de fonds s'avère vaine, car les objectifs des propriétaires externes ne coïncident pas avec les aspirations des investisseurs. La collecte de capitaux détruit les économies d'échelle favorables aux investisseurs, diminuant ainsi la possibilité de réaliser des performances supérieures. La transformation de dirigeants en employés crée des changements dans la culture de l'entreprise, changements qui désavantagent les investisseurs. Enfin, la rémunération d'actionnaires externes diminue la capacité de la société de gestion à payer ses gestionnaires de fonds de manière attrayante par rapport à la concurrence, ce qui conduit à un turnover important et met en danger les capitaux des investisseurs. Des niveaux importants de propriété externe créent des obstacles à la réussite des sociétés de gestion.

Les banques d'investissement et la gestion de capitaux

Les conflits d'intérêt abondent dans le monde de l'investissement, les organisations importantes et complexes étant confrontées à l'éventail de problèmes le plus large. Les banques d'investissement sponsorisent fréquemment des fonds de participations non cotées, mettant en avant leur facilité d'accès aux capitaux. Malheureusement, les transactions venant du réseau des banques d'investissement s'accompagnent de conflits intrinsèques. Lorsqu'une société engage une banque d'investissement pour vendre une de ses filiales, les signaux d'alarme devraient clignoter quand le banquier suggère que le fonds de participations non cotées de la banque d'investissement achète la filiale. La banque d'investissement sert-elle les intérêts de son client en payant la filiale au prix fort ? Ou sert-elle ceux du fonds de participations non cotées en l'achetant à bon marché ? Dans ces circonstances, malgré les meilleures volontés, il n'existe pas de prix juste.

Des conflits moins subtils imprègnent le processus. Les banques d'investissement se mettent parfois elles-mêmes dans des positions intenables, conseillant les entreprises tout en les finançant. En août 2007, Lehman Brothers s'est trouvée dans un conflit épouvantable lorsque sa transaction concernant le circuit de distribution de Home Depot s'enlisa dans la contraction du crédit aux opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier. Comme le rapporte l'*International Herald Tribune*, Lehman « conseillait Home Depot sur la vente de sa filiale tout en finançant le groupe qui l'achetait. Soudainement, Lehman hésita et menaça de saborder une transaction

1. Douglas Appell, "Old Mutual Affiliates to Gain More Equity", *Pensions & Investments*, 16 October 2007.

qu'elle avait conseillé d'effectuer à l'un de ses clients les plus importants. »[1] Finalement, Goldman Sachs a remplacé Lehman en tant que conseiller et Lehman a renégocié les termes de la transaction, obtenant de meilleures conditions pour son financement. Les rôles de conseiller et de financier sont toujours en conflit ; les tensions de la crise de financement des opérations de rachat avec effet de levier mit fortement en relief ce conflit.

Après la réalisation de la transaction, les banques d'investissement continuent souvent de procurer des conseils et des services financiers aux entreprises de leur portefeuille. Dans l'un des rares articles consacrés à la manne financière que constituent les fonds de participations non cotées captifs, le *Wall Street Journal* du 14 décembre 1990 détaille les honoraires générés au profit de Morgan Stanley par son investissement dans Burlington Industries.

Morgan Stanley et Burlington Industries

En 1987, le fonds d'opérations de rachat avec effet de levier de Morgan Stanley investit 46 millions de dollars dans l'achat de Burlington Industries, qui valait 2,2 milliards. Durant les trois années qui suivirent, la banque d'investissement factura plus de 120 millions de dollars d'honoraires en tous genres, allant des frais de garantie financière aux conseils en cession d'actifs. Comme Morgan Stanley contrôlait le conseil d'administration de Burlington Industries, les décisions concernant le financement et les affaires n'étaient ni indépendantes ni conformes aux conditions et aux besoins du marché. Dans le meilleur des cas, les transactions profitaient à l'entreprise, Morgan Stanley étant grassement rémunéré pour les services rendus. Au pire, ces transactions inutiles généraient des honoraires exorbitants, désavantageant l'entreprise et les investisseurs du fonds de Morgan Stanley. Lorsque le sponsor d'un fonds en profite pour facturer des honoraires aux dépens des investisseurs, il s'ensuit de graves conflits d'intérêt.

Observant « qu'à chaque fois que Burlington avait besoin d'un conseil, Morgan Stanley faisait tourner le compteur », George Anders, le journaliste du *Wall Street Journal*, suggère que « l'histoire de Burlington Industries soulève des questions troublantes sur la présence de Wall Street dans le secteur des banques d'investissement »[2]. Les honoraires facturés par Morgan Stanley pour « toutes ses interventions, depuis

1. Andrew Ross Sorkin and Michael J. de la Merced, "Home Depot Said to Cut Price of Supply Unit by $2 Billion", *International Herald Tribune*, 27 August 2007.
2. George Anders, "Captive Client: Morgan Stanley Found a Gold Mine of Fees", *Wall Street Journal*, 14 December 1990, sec. A.

la garantie de la dette de Burlington jusqu'à la supervision d'une avalanche de conseils en cessions d'actifs », étouffent littéralement l'investissement effectué par les partenaires de Morgan Stanley dans la transaction sur Burlington, procurant des rendements pharamineux à la banque d'investissement sans aucun égard pour ceux des investisseurs de son fonds de participations non cotées[1].

Goldman Sachs et le Water Street Corporate Recovery Fund

Goldman Sachs créa un réseau encore plus étendu de conflits d'intérêt lorsqu'il mit sur pied en 1990 le Water Street Corporate Recovery Fund, un « fonds prédateur » destiné à effectuer des investissements centrés sur les titres en détresse. Espérant être perçu comme un sauveur d'entreprises en faillite, Goldman a en fait suscité un véritable nœud de conflits.

Un de ces conflits existait entre le métier de conseiller en restructuration financière de Goldman et celui d'investisseur prenant le contrôle de sociétés en difficulté. Les banques d'investissement s'abritent en général derrière des paravents afin de garder secrètes les données révélées par leurs clients durant leur mandat de conseil, maintenant les informations internes à l'écart des analystes et des traders. Le terme « paravent » semble approprié car de tels accessoires sont facilement enlevés à la fin d'un mandat. Un observateur cynique (ou réaliste) pourrait remarquer que les paravents sont des murs extrêmement légers et perméables. Comme Mikael Salovaara, l'associé de Goldman, dirigeait le fonds Water Street et continuait en même temps à conseiller les clients sur leur restructuration, il ne pouvait exister l'ombre d'une séparation entre les deux métiers. Cela permit à l'époque aux traders des autres sociétés d'investissement d'ironiser que « le paravent n'existait que dans la tête de M. Salovaara »[2].

L'investissement du fonds Water Street dans les obligations dépréciées du fabricant de jouets Tonka illustre plusieurs exemples de conflits. Après avoir accumulé une position sur les obligations de Tonka, Salovaara a postulé pour un mandat de conseil auprès de Mattel pour une éventuelle acquisition de Tonka, piochant certainement au passage quelques informations confidentielles précieuses sur la valeur et la facilité avec laquelle il pourrait vendre les obligations de Tonka. L'avantage de Goldman provoqua la colère des investisseurs en obligations tenus à l'écart de ces

1. *Ibid*.
2. *Wall Street Journal*, 4 June 1991, 6.

informations, certains d'entre eux se plaignant publiquement et suggérant qu'ils allaient réduire leurs activités de négociation passant par Goldman[1].

Finalement, Tonka accepta l'offre d'achat de Hasbro, créant un nouveau problème pour Goldman. Le fonds Water Street détenait plus de la moitié des obligations de Tonka qu'il avait acquise à 50 % de sa valeur nominale[2]. Même si le conseil d'administration de Tonka souhaitait vendre l'entreprise à Hasbro, Goldman durcit le jeu en réclamant une prime pour la vente de ces obligations. Bien que de telles tactiques surprennent peu dans le monde impitoyable des obligations d'entreprises en difficulté, certains clients virent les activités de Goldman dans cette affaire comme incompatibles avec son vœu d'éviter toute participation à des OPA hostiles. Au final, la tactique de la banque d'investissement fonctionna, augmentant le prix reçu pour les obligations de Tonka en réduisant la valeur pour les autres participants à l'actionnariat de Tonka et de Hasbro. Ces rendements sur investissement coûtèrent très cher à Goldman en ternissant la réputation qu'avait cet établissement de privilégier l'intérêt de ses clients.

Un autre aspect du conflit a trait à l'activité de Goldman dans le domaine des obligations pourries. Pour éviter toute concurrence, la société a limité son activité de négoce sur les obligations à haut rendement à celles qui intéressaient le fonds Water Street. Les clients de Goldman dans ce domaine de négoce, déjà préoccupés par les avantages de la société en termes d'informations internes sur les entreprises, ont été confrontés à des teneurs de marché moins capables de les servir dans leurs négociations.

Les troubles provoqués par l'activité de conseil de Goldman sont allés bien au-delà du cas de Tonka. D'après un article du *Wall Street Journal* du 4 juin 1991, « neuf des vingt-et-une entreprises que le fonds Water Street a sélectionnées pour les restructurer sont ou étaient des clients de Goldman »[3]. De plus en plus de gens pensaient que Goldman investissait dans le fonds Water Street avec un avantage injuste.

Confronté à une tourmente de controverses, Goldman ferma le fonds en mai 1991, plusieurs années avant la date prévue. Même si le fonds Water Street a généré des rendements significatifs durant son existence abrégée, son legs le plus durable pourrait bien être une moisson abondante de leçons sur les conflits d'intérêt.

---

1. *Ibid.*
2. *Ibid.*
3. *Ibid.*

Goldman Sachs et le Global Equity Opportunities Fund

Mi-août 2007, Goldman Sachs a subi un désastre sans précédent dans son portefeuille de fonds alternatifs. Son produit phare, le fonds Global Alpha pesant 7,5 milliards de dollars, géré par Mark Carhart et Raymond Iwanowski, affichait une baisse de 27 % depuis le début de l'année[1]. Le North American Equity Opportunitites Fund, moins exposé, baissait de 25 % pendant les sept premiers mois et demi de l'année. Et, pour faire bonne mesure, le Global Equity Opportunities Fund perdit 30 % de sa valeur durant la seule deuxième semaine du mois d'août[2]. Au total, la valeur nette des trois fonds gérés par Carhart et Iwanowski perdit la somme impressionnante de 4,7 milliards de dollars pendant les huit premiers mois de l'année 2007.

Goldman n'avait rien à perdre dans l'affaire. David Viniar, son directeur financier, décrivit les investissements de Goldman dans ces fonds comme étant « insignifiants, voire inexistants ». Goldman ne faisait que récolter des honoraires pour la mauvaise gestion de ces fonds ; les pertes revenaient aux seuls clients. Pourtant, confronté à des conditions de marché particulièrement difficiles, Goldman choisit d'investir dans ces fonds.

En réaction à son déclin spectaculaire, Goldman Sachs injecta trois milliards de dollars dans le Global Equity Opportunites Fund, dont environ deux milliards venaient de Goldman lui-même. Lors d'une conférence téléphonique tenue pour expliquer cet investissement, David Viniar affirma que l'injection de capital profitait à Goldman Sachs et « aux investisseurs du fonds, leur apportant la force de frappe nécessaire pour pouvoir tirer parti des opportunités du marché actuel ». En réalité, Goldman utilisa la plus grande part de cette injection dans un but défensif. Les gestionnaires des fonds employèrent ces liquidités pour diminuer l'effet de levier, qui se trouvait alors à un niveau irresponsable d'environ 6 pour 1, à un niveau déjà élevé (mais plus justifiable) de 3,5 pour 1[3].

L'action de Goldman soulève un certain nombre d'interrogations. Si cette action devait réellement profiter aux clients existants en réduisant l'effet de levier et en leur procurant une force de frappe, alors pourquoi Goldman a-t-il choisi de n'en faire bénéficier que les clients du Global Equity Opportunities Fund ? Qu'en est-il de la responsabilité de Goldman Sachs envers les clients du Global Alpha

---

1. Jenny Strasburg and Katherine Burton, "Goldman Global Equity Fund Gets $3 Billion in Capital", Bloomberg.com, 13 August 2007.
2. Henny Sender, Kate Kelly and Gregory Zuckerman, "Goldman Wagers on Cash Infusion to Show Resolve", *Wall Street Journal*, 14 August 2007.
3. "GS—Goldman Sachs Conference Call," Thomson Street Events, Final Transcript, 13 August 2007: 4–5.

Fund et du North American Equity Opportunities Fund ? David Viniar observa que les gestionnaires des fonds réduisaient également le risque et l'effet de levier dans le Global Alpha Fund et le North American Equity Opportunities Fund. Pourquoi Global Equity Opportunities reçut-il un tel avantage de la part de Goldman sous la forme d'une injection de liquidités devant permettre un abaissement du levier à moindre coût, alors que les autres fonds étaient confrontés aux coûts exorbitants issus de la vente d'actifs dans un environnement de marché hostile ?

Le timing de l'investissement de Goldman soulève la question de l'accès privilégié de la société à ce que ses dirigeants considéraient comme « une belle opportunité d'investissement ». Au lieu de réserver cette opportunité aux clients existants du Global Equity Opportunities Fund, Goldman s'est taillé la part du lion en la partageant avec un groupe d'investisseurs triés sur le volet, levant finalement 1 milliard de dollars auprès de Eli Broad, C. V. Starr (Maurice « Hank » Greenberg) et Perry Capital[1]. En tant que responsable envers les investisseurs du Global Equity Opportunities Fund, Goldman n'aurait-il pas dû en premier lieu leur offrir la chance de participer à cette opportunité d'investissement ?

Envisagé d'un autre point de vue, l'investissement de Goldman dans le Global Equity Opportunities Fund pourrait en fait nuire aux clients du fonds, au contraire de ce que prétend Goldman. Goldman et les investisseurs qu'il a favorisés ont joui de l'opportunité d'investir trois milliards de dollars dans le Global Equity Opportunities Fund au cours du jour de leur choix. Goldman faisait une bonne affaire. Si les trois milliards de dollars avaient été investis dans les titres appartenant au fonds, l'impact de cet achat sur le marché aurait sans aucun doute fait monter les cours, augmentant ainsi le prix d'achat pour Goldman. Au lieu de cela, en utilisant les liquidités apportées pour diminuer l'effet de levier, Goldman a acquis des parts de fonds pour un prix qu'il aurait été impossible d'atteindre sans cette condition. Les clients existants ont de cette manière subi une dilution de leur exposition.

Enfin, Goldman Sachs a procuré aux investisseurs triés sur le volet de meilleures conditions d'entrée qu'aux clients existants du Global Equity Opportunities Fund. Dans une conférence téléphonique réservée aux analystes, Gary Cohen, président et co-directeur de Goldman Sachs, observa que cette injection de liquidités « mettait la société à égalité avec les investisseurs existants ». En réalité, cet argent frais ne payait pas d'honoraires, ses frais d'entrée étaient réduits à 10 %, et il bénéficiait d'un taux minimum de performance de 10 % avant paiement de la prime. Comme Goldman et les autres investisseurs privilégiés jouissaient de conditions préférentielles, leurs activités désavantageaient à coup sûr les investisseurs existants.

---

1. *Wall Street Journal*, 14 August 2007.

En tous cas, Goldman a choisi le meilleur moment pour investir dans le Global Equity Opportunities Fund. Bloomberg a rapporté que, dans la semaine qui a suivi l'injection de capitaux, le fonds a progressé de 12 %. Une note interne du 20 septembre disait que l'investissement de Goldman s'était apprécié de 16 % en un peu plus d'un mois. Au moins à court terme, Goldman s'en est bien tiré. Les clients du Global Equity Opportunities Fund ont partagé ce rebond mais, à cause de l'apport de Goldman, de façon diluée. Confronté à une opportunité d'investissement attractive, Goldman est devenu investisseur, faisant peu de cas des clients de son fonds alternatif et s'enrichissant au passage.

Bien que les investisseurs ne puissent pas totalement éviter les conflits, des divergences d'intérêt moins importantes apparaissent lorsqu'ils font affaire avec des sociétés de gestion indépendantes. Le fait d'éviter les filiales des grosses sociétés financières ne prive pas les investisseurs d'un grand choix d'opportunités.

LA STRUCTURE DE RÉMUNÉRATION

Une structure de rémunération appropriée joue un rôle important dans la production de résultats satisfaisants. Après avoir identifié une société de gestion attractive, les investisseurs sont confrontés au problème de l'évaluation et de la négociation d'un contrat de rémunération. Le degré d'efficacité de l'estimation du cours des actifs détermine en grande partie la nature de la structure de rémunération, la gestion passive de titres cotés exigeant un traitement différent de l'exploitation active d'anomalies de cours. Tous les aspects de la structure d'honoraires recèlent un conflit potentiel entre les intérêts des investisseurs et des gestionnaires, ce qui oblige les investisseurs à porter une attention toute spéciale aux diverses primes explicites et implicites contenues dans les mandats de gestion.

Le co-investissement

Le co-investissement est un excellent moyen d'aligner les intérêts des investisseurs et ceux des gestionnaires. Dans la mesure où un gestionnaire devient lui-même un investisseur, les problèmes concernant son activité d'intermédiaire financier s'atténuent. Malheureusement, même en cas de co-investissement, des problèmes apparaissent en ce qui concerne les différences d'objectifs existant entre des gestionnaires visant le moyen terme et payant des impôts d'une part, et des investisseurs

institutionnels exonérés d'impôts visant le très long terme d'autre part. Ceci dit, le co-investissement diminue la tentation des gestionnaires de faire des profits aux dépens de leurs clients.

Bien que n'importe quel niveau de co-investissement encourage les gestionnaires de fonds à se comporter comme des investisseurs, plus leur engagement financier personnel est conséquent, plus aiguë est l'attention qu'ils portent à la production de rendements supérieurs. Les gestionnaires cessent de tirer profit de l'attraction de nouveaux capitaux dès le moment où la diminution du rendement sur leurs fonds personnels provoquée par l'augmentation des capitaux sous gestion dépasse le manque à gagner sur les honoraires induit par une limitation des capitaux entrants. Comme le montant facilement mesurable des honoraires perdus à cause d'une limitation des fonds sous gestion éclipse l'estimation approximative de la baisse de performance due à la taille, seuls les gestionnaires les plus prospères sont confrontés à une situation favorisant la limitation de la croissance des capitaux sous gestion. Même si les chiffres favorisaient des stratégies de croissance des capitaux sous gestion pour la plupart des gestionnaires, des niveaux importants de co-investissement envoient des signaux forts aux investisseurs en ce qui concerne l'orientation du gestionnaire sur les performances. L'idée selon laquelle un gestionnaire de fonds croit suffisamment dans son produit pour y investir lui-même des sommes importantes, suggère qu'il partage le point de vue des investisseurs.

L'investissement de capitaux personnels aux côtés des clients crée une forte convergence d'intérêts. Bien que sa participation aux profits porte l'attention du gestionnaire sur la production de rendements chère aux investisseurs, une structure de rémunération dans laquelle le gestionnaire ne partage que les gains crée la possibilité d'encourager la prise de risque. En co-investissant massivement, les gestionnaires participent directement aux gains et aux pertes, ce qui les conduit à évaluer les opportunités d'investissement de manière plus équilibrée. Pour produire cet effet sur son comportement, le co-investissement du gestionnaire doit porter sur une part importante de sa fortune personnelle, même si le montant peut paraître modeste en termes absolus. En signant un chèque représentant une part important de ses avoirs, le gestionnaire se met dans la peau d'un investisseur.

Bien que le co-investissement améliore en général la situation des investisseurs en alignant les intérêts, certaines différences d'objectifs doivent être examinées soigneusement. Les gestionnaires soumis aux impôts et les investisseurs institutionnels qui en sont exonérés sont confrontés à des scenarii différents en ce qui concerne les bénéfices après impôt. Les gestionnaires opèrent sur un horizon à plus court terme que celui qui conviendrait aux fonds permanents d'une institution pérenne. Les individus fortement investis exigent souvent une plus grande diversification

que ne le souhaitent la plupart des institutions, qui détiennent déjà un éventail d'actifs bien diversifiés. Mais même si les différences de statut fiscal, d'horizon de placement et de tolérance au risque créent une divergence entre les intérêts des gestionnaires et les objectifs des investisseurs institutionnels, les avantages d'un co-investissement substantiel surpassent largement les inconvénients.

Les clauses de rémunération pour la gestion de titres cotés

Les caractéristiques des clauses de rémunération des gestionnaires varient selon le degré de précision de l'évaluation des actifs. La gestion passive d'obligations d'État exige des clauses différentes de celles qui conviennent à la gestion active de participations non cotées. Pour la plupart des classes d'actifs, les investisseurs sont confrontés à des clauses bien établies, allant des honoraires basés sur les montants confiés pour des titres cotés relativement faciles à évaluer, à une combinaison d'honoraires et de primes de performance pour des classes d'actifs à la valeur moins précise. Comme les pratiques du marché dévient souvent d'un idéal de structure de rémunération, les investisseurs attentifs optent généralement pour l'approche pragmatique qui consiste à choisir la moins mauvaise option parmi celles qu'on leur propose.

Les stratégies passives

La gestion passive diffère fondamentalement de la gestion active. La taille, ennemie de l'investisseur actif, agit en faveur des gestionnaires de fonds indiciels. Par exemple, les fonds passifs comptant un grand nombre d'investisseurs et des capitaux sous gestion importants offrent souvent des opportunités de croisement dans lesquelles une partie des rachats effectués par les investisseurs sortants est compensée par les souscriptions d'investisseurs entrants, permettant des entrées et des sorties pratiquement gratuites[1]. La taille améliore le suivi du benchmark, car les capitaux importants facilitent la réplication de l'univers d'investissement, réduisant la marge d'erreur induite par l'échantillonnage. L'expérience montre que les fonds de plusieurs milliards de dollars suivent leur benchmark presque sans déviation.

Barclays Global Investors, un des plus grands gestionnaires de fonds indiciels du monde, propose un large éventail de produits conçus pour refléter différents

1. Barclays Global Investors estime que ces dernières années, 60 à 70 % des transactions effectuées sur son fonds indiciel suivant le S&P 500 étaient des transactions croisées. De telles transactions internes n'ont aucun impact sur le marché et n'exigent le paiement d'aucune commission.

benchmarks, cloisonnés en différents compartiments correspondant à différents types d'investisseurs. Le fonds le plus importants, conçu pour suivre le S&P 500, comprenait 127 milliards de dollars le 31 décembre 2007. Avant déduction des frais de gestion, le fonds avait rapporté 8,46 % par an pendant les dix années précédentes par rapport aux 8,42 % de l'indice S&P 500. Le fonds obligataire, beaucoup plus restreint avec son 1,6 milliard de dollars au 31 décembre 2006, affichait des résultats aussi impressionnants avec une performance de 6,33 % par an sur dix ans à comparer aux 6,26 % de l'indice Lehman Brothers Government Corporate.

La nature stable de l'investissement passif implique des rémunérations faibles. Les gestionnaires de fonds indiciels sont en forte concurrence les uns avec les autres, poussant les frais de gestion à deux points de base (0,02 %) par an pour les capitaux importants[1]. En choisissant la gestion passive pour les titres cotés sur des marchés efficients, les investisseurs peuvent s'attendre à des résultats prévisibles pour un prix avantageux.

Alors que de solides arguments soutiennent la gestion passive pour tous les titres cotés, deux facteurs étayent le choix d'une gestion passive pour les portefeuilles obligataires en particulier. Premièrement, afin de remplir le rôle protecteur des produits de taux contre la déflation, les investisseurs doivent détenir des obligations à long terme de qualité non remboursables avant échéance, suggérant la création de portefeuilles d'obligations d'État à la duration stable. Deuxièmement, l'efficience extraordinaire des cours des obligations d'État fait de la gestion active de ces titres un exercice futile et coûteux. Le besoin d'une structure de maturités stable et l'inutilité des paris sur des titres particuliers exigent que les investisseurs gèrent les portefeuilles obligataires de façon passive.

Bien que les investisseurs en actions jouissent d'une plus grande souplesse que les investisseurs en obligations dans la structuration de leurs portefeuilles, la difficulté qui accompagne l'identification d'anomalies de cours au sein du marché actions, particulièrement en ce qui concerne les grosses capitalisations, conduisent de nombreux investisseurs vers la gestion indicielle. En évitant des frais de gestion et des coûts de transaction élevés, les fonds indiciels procurent des résultats à long terme représentant un obstacle de taille pour ceux qui espèrent les surperformer. Cependant, malgré les difficultés évidentes à produire des résultats ajustés au risque supérieurs, la plupart des investisseurs préfèrent poursuivre des stratégies de gestion active.

---

1. Les tarifs de Barclays Global Investors pour le fonds suivant le S&P 500 commencent à 7 points de base pour les 50 premiers millions de dollars, puis 5 points de base sur les 50 millions suivants, et enfin 2 points de base au-dessus de 100 millions. Un point de base est égal à un centième de pourcent.

Les stratégies actives

Les investisseurs actifs attentifs portent une attention toute particulière aux structures de rémunération, conscients que les frais de gestion représentent un obstacle de taille à la performance. Les gestionnaires actifs de titres cotés perçoivent en général des frais de gestion basés sur les sommes qui leur sont confiées, en échange de leurs services de gestion de portefeuille. À un certain niveau, les intérêts convergent. Dans la mesure où un gestionnaire accroît les actifs sous gestion grâce à sa performance, l'investisseur et lui sont gagnants car les revenus du gestionnaire augmentent et l'investisseur jouit de rendements satisfaisants. Mais à d'autres niveaux, des conflits d'intérêts surgissent. Il se peut que le gestionnaire suive une stratégie de « père tranquille » afin de protéger ses revenus fixes en restant collé à l'indice, détenant un portefeuille tout à fait semblable au marché et donc peu susceptible de produire des résultats menant à la résiliation de son mandat de gestion. Pire encore, le gestionnaire peut conclure que l'attraction de nouveaux capitaux lui procure des revenus plus conséquents que la recherche de performance.

En accroissant les capitaux sous gestion, les gestionnaires ne font que réagir à des motivations économiques. Avec des frais calculés en pourcentage des fonds confiés, les revenus augmentent avec les capitaux sous gestion. Très souvent, les gestionnaires trouvent plus facile d'attirer de nouveaux clients que d'obtenir des performances supérieures à celles du marché. À quelques rares exceptions près, les gestionnaires de fonds font du marketing intensif, essayant de collecter autant de capitaux que possible. Retenir ces capitaux exige ensuite d'éviter à tout prix les performances désastreuses, poussant les gestionnaires à constituer des portefeuilles reflétant le marché, qui éliminent toute possibilité de rendements supérieurs. La gestion de l'investissement représente au mieux une considération secondaire pour la plupart des gestionnaires de fonds institutionnels.

La création de structures de rémunération appropriées permet aux investisseurs d'atténuer nombre de conflits inhérents à la relation investisseur/gestionnaire. Les bons contrats contiennent deux éléments : une rémunération de base couvrant les frais de fonctionnement, et une prime de performance qui récompense la valeur ajoutée par le gestionnaire. La prime de performance, ou intéressement aux profits, représente une certaine proportion des rendements supérieurs à ceux d'un benchmark approprié à l'activité d'investissement envisagée. Par exemple, les gestionnaires d'actions domestiques cotées à grosse capitalisation peuvent être rémunérés sur la base de performances dépassant le S&P 500, alors que les gestionnaires d'actions étrangères peuvent percevoir une part des profits dépassant l'indice Morgan Stanley Capital International EAFE. Des structures de rémunération équitables, assez rares

dans le domaine de la gestion d'actifs, encouragent un comportement approprié de la part des gestionnaires.

Malheureusement, la majorité écrasante des gestionnaires de titres cotés utilisent des structures de rémunération basées sur les sommes confiées, rendant les entrées et les sorties de fonds plus importantes que le talent du gestionnaire. Même si un certain nombre de gestionnaires proposent des structures de rémunération à la performance superficiellement attractives, trois facteurs diminuent l'intérêt de la plupart des contrats. Tout d'abord, la grande masse des fonds traitant les titres cotés génèrent principalement leurs profits à partir des frais proportionnels au capital confié, encourageant les gestionnaires à mettre l'accent sur la croissance des fonds sous gestion. En d'autres termes, même lorsque des sociétés de gestion proposent des primes de performance, celles-ci n'influencent en rien le comportement des gestionnaires car leurs sociétés continuent de se reposer sur les revenus exprimés en pourcentage des capitaux confiés. Ensuite, les gestionnaires ont tendance à proposer des primes de performance qui impliquent peu de risque par rapport aux revenus fixes existants. Au lieu d'adopter une approche neutre qui maintiendrait les frais fixes à un niveau raisonnable par rapport aux frais généraux de leur société, les gestionnaires essaient de structurer les primes de performance de manière à ce qu'elles leur assurent des revenus réguliers même en cas de performance médiocre, protégeant ainsi les marges bénéficiaires inhérentes aux frais de gestion fixes. Enfin, les investisseurs choisissant entre un arrangement traditionnel basé sur un pourcentage des capitaux confiés et une structure orientée sur la performance, sont confrontés à un paradoxe, car les attentes en termes de performance lorsque l'on s'engage avec un gestionnaire actif font que les primes de performance sont censées dépasser les frais ordinaires d'un contrat traditionnel basé sur un pourcentage des sommes confiées. Bien que le concept d'une prime de performance pour les gestionnaires actifs d'actions cotées soit théoriquement attrayant, les limites rencontrées dans la réalité des contrats proposés réduit l'efficacité des structures de rémunération supposées induire un comportement d'investisseur de la part des gestionnaires.

Les frais de gestion, qu'ils soient basés sur le capital confié ou sur la performance, sont l'un des éléments du contrat les plus controversés dans la plupart des négociations, les investisseurs recherchant les frais les plus bas possibles assortis d'une clause de « client privilégié » qui leur assure un traitement favorable à l'avenir. Sous-jacents à la discussion ouverte et honnête concernant les frais contractuels, gisent les dessous de table représentant des vieux schémas de récompense conçus pour augmenter les revenus des gestionnaires au détriment des investisseurs.

Les dessous de table

L'histoire des dessous de table est préoccupante. Avant le 1er mai 1975, Wall Street opérait dans un système de commissions fixes dont les tarifs étaient beaucoup plus élevés que le simple coût d'exécution des transactions. La concurrence entre brokers les a poussés à détourner ces frais fixes en accordant des rabais aux clients privilégiés sous forme de dessous de table. Ces dessous de table, représentant dans leur essence une ristourne consentie par un broker à l'un de ses clients, finançaient l'achat de biens et de services liés ou non à l'investissement.

Pensez aux implications de ces dessous de table pour les investisseurs. Le fait de payer des commissions de transaction exagérées, quelle qu'en soit la raison, diminue les rendements de l'investissement. Cette réduction de performance est directement ponctionnée sur le capital de l'investisseur. Le bénéfice, sous la forme de biens et de services, revient au gestionnaire de fonds. Comme les coûts des biens et des services payés par ces pots de vin auraient sans cela été supportés par les frais de gestion fixes du fonds, les dessous de table ne représentent rien d'autre qu'une augmentation déguisée des frais de gestion. Wall Street profite aux dépens des investisseurs.

Un document de décharge de responsabilité de T. Rowe Price, daté du 1er mars 2004, décrit ce jeu des pots de vin : « Dans certaines circonstances, des commissions de transaction plus élevées peuvent être payées en échange de services de courtage et de recherche… De tels services peuvent inclure du matériel informatique. T. Rowe Price paye aussi son courtier pour certains services de recherche que celui-ci commercialise en échange de liquidités… Les dépenses de T. Rowe Price pourraient augmenter si la société tentait d'obtenir ces informations par elle-même. Dans la mesure où ces précieux services de recherche sont fournis par les brokers, T. Rowe Price est ainsi soulagé des dépenses que la société aurait dû supporter. » Les investisseurs apprennent les pratiques de pots de vin de T. Rowe Price entre les lignes des pages 90 et 91 d'un document de décharge de responsabilité rarement lu dans sa totalité. Même si cette société respecte parfaitement la loi en imprimant cette décharge, elle compromet les intérêts des investisseurs par l'usage de tels dessous de table.

Après le 1er mai 1975, lorsque la SEC[1] abolit le système des commissions fixes, la *raison d'être*[2] des dessous de table disparut. La concurrence des prix fixa alors

1. La SEC (*Securities Exchange Commission*) est l'équivalent américain de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), le « gendarme » de la Bourse, en France (NdT).
2. En français dans le texte (NdT).

les tarifs. Les ristournes en dessous de table pouvaient cesser d'exister. Malheureusement pour les investisseurs, les gestionnaires de fonds réalisèrent que les pots de vin transféraient des dépenses liées à la recherche depuis leur compte (les frais de gestion) vers celui des investisseurs (les coûts de transaction). En conséquence, l'industrie de la gestion d'actifs défendit avec enthousiasme les dessous de table.

Au lieu de bannir les pots de vin, le Congrès américain les abrita en 1975 sous le paragraphe 28(e) du Securities Exchange Act de 1934. En pervertissant un texte législatif originellement conçu pour protéger la foule des investisseurs, le Congrès cédait à la pression de Wall Street et autorisait explicitement les gestionnaires de fonds à puiser dans les capitaux des investisseurs, légitimant ainsi les dessous de table en demandant à la SEC d'en définir les modalités. Pourquoi les intervenants tolèrent-ils ces anomalies que constitue le paiement de coûts de transaction exagérés puis la réception de ristournes sous la forme de biens et des services ? La réponse gît dans le manque de transparence des procédures, qui permet aux gestionnaires d'actifs de profiter de l'opacité du système. Si les coûts des dessous de table étaient aussi transparents que les frais de gestion, l'industrie de la gestion d'actifs n'en aurait plus aucune utilité.

Lorsque la SEC examina la question des dessous de table au milieu des années 80, non seulement elle manqua une occasion d'éliminer un fléau, mais elle ne fit que répandre cette épidémie. Dans une prose bureaucratique exemplaire, la SEC observa que sa directive de 1986 prenait en main « les difficultés de l'industrie de la gestion d'actifs à appliquer des critères rigoureux » pour l'usage des dessous de table en « adoptant une définition plus large des termes "services de courtage et de recherche" ». En d'autres termes, si les restrictions gênent, alors allégeons les contraintes ! Les régulations de 1986 de la SEC concernant les dessous de table favorisaient les gestionnaires au détriment des investisseurs.

Arthur Levitt, le président de la SEC, décrivit ainsi les conflits générés par les pots de vin dans un article du *Wall Street Journal* : « Les arrangements en dessous de table peuvent créer des conflits d'intérêts importants entre un gestionnaire et ses clients. Par exemple, les gestionnaires peuvent faire en sorte que leurs clients paient des commissions de transaction exagérées, ou engager un nombre trop grand de transactions, simplement afin de satisfaire à la coutume des dessous de table. Les arrangements en dessous de table peuvent aussi entraîner l'exécution de transactions de qualité inférieure lorsque le gestionnaire traite avec un broker moins compétitif mais qui lui propose des pots de vin plus intéressants »[1].

---

1. Jeffrey Taylor, "SEC Wants Investment Managers to Tell Clients More About 'Soft Dollar' Services", *Wall Street Journal*, 15 February 1997, 5, 21.

Pour atténuer les conflits entourant l'activité de courtage, la SEC proposa en février 1995 une nouvelle règle intégrée à l'Investment Advisors Act de 1940, qui demandait aux gestionnaires d'actifs de divulguer la liste des services dont ils profitaient au titre des commissions de courtage. Ce rapport devait citer les vingt brokers auxquels le gestionnaire avait versé le plus de commissions durant l'année écoulée, les trois premiers brokers en termes d'exécution seule, la totalité des commissions versées par le gestionnaire à chaque broker, et la commission moyenne payée à chaque broker. Ce document devait permettre au client d'évaluer les coûts des services et des avantages perçus par le gestionnaire en dessous de table et, en conséquence, de savoir s'il devait limiter l'utilisation de tel ou tel broker par le gestionnaire. Malheureusement, aucune action ne résulta des propositions de la SEC en 1995.

Malgré les préoccupations publiques du président Levitt concernant les dessous de table, la SEC faillit à protéger les investisseurs en fonds communs de placement en 1998. L'*Inspection Report* du régulateur observe froidement « l'utilisation générale des dessous de table, presque tous les gestionnaires obtenant des produits et des services autres que la seule exécution des transactions de la part des brokers, et utilisant les commissions versées par leurs clients pour payer ces produits et ces services ». Le rapport reconnaît que « les gestionnaires bénéficiant des dessous de table sont confrontés à un conflit d'intérêts entre leurs besoins en termes de recherche et l'intérêt de leurs clients à payer le moins de commissions possible et à obtenir la meilleure exécution de leurs transactions ». Le rapport détaille, exemple après exemple, l'utilisation discutable et l'abus des dessous de table, y compris le paiement « de la location de bureaux et d'équipements, l'abonnement à des services de téléphonie mobile, le paiement de frais personnels, de salaires des employés, de dépenses de marketing, de frais juridiques, de locations de voitures et de chambres d'hôtels ». La définition du terme « recherche » par Wall Street correspond très peu à celle du dictionnaire.

Malgré le conflit d'intérêts fondamental et irréductible lié à l'utilisation des dessous de table, et malgré la longue liste des abus dans ce domaine, l'*Inspection Report* de 1998 conclut seulement que la SEC « devrait réitérer et compléter ses directives, réfléchir à appliquer des exigences de tenue de comptes, exiger une meilleure information et encourager les sociétés à adopter des mesures de contrôle interne ». Au lieu de protéger les intérêts des investisseurs, la SEC défendait ceux de Wall Street.

Bien que le contenu de l'*Inspection Report* de 1998 proposait l'abolition des dessous de table, la SEC se dégonfla. Confrontée à un véritable lobby des parties intéressées, incluant les gestionnaires de fonds, les sociétés de Wall Street et l'association des analystes de recherche, ainsi qu'à un manque de pression de la part des investisseurs, le soi-disant « défenseur » des investisseurs opta pour un renforcement

des régulations au lieu d'une éradication pure et simple. Un individu cynique pourrait faire remarquer que la SEC n'agit que sur les problèmes de protection des investisseurs clairement visibles et faciles à comprendre, tout en permettant aux abus cachés et plus difficiles à appréhender de perdurer.

L'une des utilisations « légitimes » les plus scandaleuses des dessous de table concerne les pots de vin versés par les gestionnaires aux sociétés chargées de les classer par ordre de performance. D'après le rapport de 1998 de la SEC, les entreprises de services de calcul de la performance constituent « une part significative du total des commissions utilisées dans les transactions impliquant des dessous de table »[1]. De toute évidence, tout gestionnaire compétent développe des capacités internes de compréhension des sources de rendement, créant des mécanismes d'évaluation spécifiques à l'approche particulière des marchés de sa société. Acheter littéralement des services d'attribution de performance à des consultants externes ne sert qu'à remplir les poches de ces consultants au détriment des clients du gestionnaire. Très probablement, la société de consulting recevant le pot de vin place la société de gestion dans une position favorable lorsqu'elle fait des recommandations sur les gestionnaires. Bien que l'on puisse comprendre que les gestionnaires souhaitent améliorer leur positionnement en achetant des informations inutiles à des sociétés de consulting, le fait d'utiliser l'argent de leurs clients à cet usage transforme l'ineptie en ignominie.

Certains gestionnaires ont tant besoin d'aide dans l'évaluation de leurs performances qu'ils achètent les services de nombreux consultants. L'étude de la SEC cite un grand gestionnaire institutionnel qui « a payé 882 000 dollars de commissions versées par ses clients pour 13 analyses de performance différentes ». Selon un article paru dans *Pensions and Investments*, J&W Seligman & Co, une société de gestion gérant 24,3 milliards de dollars de capitaux, a engagé sept sociétés de consulting pour lui fournir des rapports d'attribution de performance, utilisant l'argent de ses clients pour payer cet achat par le biais des dessous de table[2]. En versant des sommes importantes à Callan Associates (79 000 dollars), Evaluation Associates (100 000 dollars), Franck Russell (26 789 dollars), Madison Portfolio Cosultants (17 500 dollars), SEI Corporation (10 000 dollars), Wellesley Group (52 500 dollars) et Yanni-Bilkey Investment Consulting (25 000 dollars), J&W Seligman espère sans aucun doute s'attirer un traitement privilégié lors de la prochaine recherche menée par les consultants ainsi compromis. Les pots de vin déshonorent tous ceux qui y sont impliqués.

---

1. *Ibid.*
2. Barry B. Burr, "Soft Dollar Managers Pay", *(Chicago) Pensions and Investments*, 10 August 1998, Editorial section, 10.

Au-delà de l'utilisation « légitime » des dessous de table pour s'attirer la faveur des consultants dans leur classement et leur recommandation de gestionnaires, presque 30 % des gestionnaires utilisent les dessous de table pour acheter des services et des produits indépendants de la recherche. Ces achats non justifiés par la loi incluent l'utilisation des dessous de table pour la location de bureaux et d'équipements, les dépenses de marketing, les factures de téléphone et les salaires. La SEC a observé que « pratiquement tous les gestionnaires ayant reçu des produits et des services indépendants de la recherche n'avaient fourni aucune information concernant ces pratiques à leurs clients »[1]. Mis à part le fait d'utiliser des fonds illégaux pour régler des dépenses justifiées, de nombreux gestionnaires ont franchi un pas supplémentaire en détournant des fonds pour leur usage personnel, y compris l'achat de voyages, de loisirs, de billets de théâtre, de location de limousines, de décoration d'intérieur, de conception de sites internet et de matériel informatique. Dans les abus les plus flagrants concernant les dessous de table, des gestionnaires ont escroqué leurs clients en virant des fonds à certains membres de leur famille en rémunération de « recherches régionales orales » et de « planification stratégique », par le truchement d'une multitude de sociétés contrôlées par le dirigeant de la société de gestion ou par le paiement d'un billet d'avion aller-retour pour Hong-Kong au fils de ce dirigeant. Même si ce ne sont pas les dessous de table qui ont été la cause de ces vols organisés, l'opacité de ce type d'arrangements a facilité l'exécution des délits.

Certains clients bénéficient d'un autre aspect du système actuel de commissions, tirant profit du caractère obscur du courtage dirigé. Par le courtage dirigé, les gestionnaires font exécuter les transactions par des brokers spécifiques, payant ainsi des commissions plus élevées ; Une part de ces commissions coûteuses revient au gestionnaire sous forme de ristourne en liquide ou de biens et de services liés à l'investissement. Deux facteurs motivent l'activité du courtage dirigé : les investisseurs dont les ordres sont dirigés ainsi obtiennent des avantages par rapport aux autres clients, et les gestionnaires utilisent les ristournes consenties par ces brokers pour acheter des biens et des services non disponibles par les canaux ordinaires.

Les gestionnaires regroupent habituellement les transactions d'un certain nombre de comptes-clients, allouant ensuite proportionnellement les actions achetées aux différents comptes. Si un client exige que les ordres soient dirigés vers un broker particulier, afin d'en recevoir une ristourne, ce client reçoit un avantage injuste par rapport aux autres. En fait, le client qui « sort du lot » bénéficie implicitement de toutes les transactions effectuées par le gestionnaire par l'intermédiaire du broker

1. SEC, *Inspection Report*, 3.

désigné. De tels arrangements ne perdurent qu'aussi longtemps qu'ils restent cachés. S'ils étaient découverts, les clients désavantagés demanderaient un traitement plus équitable.

Certains gestionnaires, surtout dans les domaines de la politique et de l'entreprise, manquent de soutien direct et d'informations pour leurs opérations de gestion. Afin d'augmenter ces ressources, leur personnel utilise parfois le courtage dirigé et les dessous de table pour obtenir des informations précieuses en dehors des circuits habituels.

Lors de son audition par le Department of Labor Working Group on Soft Dollars and Commissions Recapture, l'ancien directeur du Département de l'Investissement du New Jersey atteste ouvertement qu'il « utilise les dessous de table pour régler des dépenses administratives nécessaires » car « il ne reçoit pas suffisamment de subventions de l'État du New Jersey ». En fait, l'ancien directeur implorait « d'inclure dans l'acception du terme "recherche" les frais de voyage et d'hébergement »[1]. Les dessous de table sont pour le Département d'Investissement du New Jersey un outil bien pratique de détournement des contraintes imposées par la législation de l'État, lui permettant de contrecarrer les intentions du législateur.

En avril 2007, le président de la SEC, Christopher Cox, s'est joint au chœur de ceux qui demandent une réforme des dessous de table. Dans un discours au Mutual Fund Directors Forum, il affirmait :

> « Les dessous de table peuvent inciter les gestionnaires de fonds à ne pas respecter leur devoir de meilleure exécution, et aussi à négocier les titres d'un portefeuille de manière inadéquate afin d'empocher des sommes destinées à la recherche et au courtage. Les dessous de table représentent également une grande quantité d'argent appartenant aux investisseurs, même si cela n'est pas présenté de cette manière. Le total des dessous de table s'élève à des milliards de dollars par an pour l'ensemble des fonds d'investissement américains.
>
> Un département d'État dédié à ce problème devrait s'assurer de l'information des investisseurs à ce sujet, car les dessous de table rendent difficile leur compréhension de ce qu'on fait de leur argent. Celui-ci apparaît sous forme de frais de gestion facturés par le fonds d'investissement. Mais les dessous de table procurent aux fonds un moyen de faire baisser leurs charges, même si ce sont les investisseurs qui payent la note.

1. Advisory Council on Employee Welfare and Benefit Plans, *Report of the Working Groups on Soft Dollars/Commission Recapture*, Washington D.C., 13 November 1997, 5, 21.

> Le concept même de dessous de table peut se trouver en conflit avec la transparence nécessaire à la description exacte des frais payés par les investisseurs. Leur statut protecteur vieux de plus de trente ans, indiqué au paragraphe 28(e) de l'Exchange Act, était probablement conçu comme un compromis législatif lorsqu'il fut annoncé en même temps que l'abolition des commissions fixes. Mais le Congrès avait en vue de promouvoir la concurrence dans le domaine de la recherche, et non de créer des conflits d'intérêt en permettant que les dessous de table issus des commissions soient dépensés au profit des gestionnaires et au détriment de leurs clients. »[1]

En mai 2007, le même Christopher Cox en appela à une révision profonde du statut protecteur des dessous de table versés par les brokers aux gestionnaires. Il observait que le système actuel produisait « un véritable bouillon de culture de frais cachés, de conflits d'intérêt et de complications dans son application qui était aux antipodes de l'intérêt des investisseurs »[2].

Bien que la SEC tente de réformer les pratiques de dessous de table, la question demeure : « Pourquoi les dessous de table existent-ils ? » Des intervenants puissants dans la communauté du courtage profitent du flou inhérent aux transactions concernées. Des fournisseurs de biens et de services éligibles aux dessous de table ont tout intérêt à soutenir le système actuel. Les gestionnaires utilisant les dessous de table augmentent leurs revenus en transférant une partie de leurs frais de fonctionnement à leurs clients.

Les dessous de table constituent une véritable insulte à un mode de gouvernance rationnel. Les gestionnaires les utilisent pour graisser la patte des sociétés de consulting et augmenter leurs revenus, se reposant sur leur opacité pour les maintenir au secret. Les gestionnaires de fonds subissent des frictions lorsqu'ils prennent l'initiative de rediriger les commissions au lieu d'utiliser en toute transparence les frais de gestion payés par les investisseurs, nuisant ainsi aux objectifs des administrateurs institutionnels. Les dessous de table et le courtage dirigé, ces talons d'Achille du monde du courtage, devraient être abolis.

---

1. Sec.gov, Christopher Cox, "Speech by SEC Chairman: Address to the National Italian-American Foundation", Washington, D.C., 31 May 2007.
2. Sec.gov, Christopher Cox, "Speech by SEC Chairman: Address to the Mutual Fund Directors Forum Seventh Annual Policy Conference", New York City, 13 April 2007.

Les contrats de rémunération pour les actifs non traditionnels

Les clauses de rémunération dans le domaine des actifs non traditionnels incluent habituellement une forme ou une autre de participation aux profits. Malgré des limites importantes, lorsqu'on les compare aux termes des contrats concernant les titres cotés, les structures de rémunération des actifs alternatifs font mieux converger les intérêts des gestionnaires de fonds avec ceux des investisseurs, car la participation aux profits concentre l'attention du gestionnaire sur la production de plus-values. Des co-investissements substantiels de la part des gestionnaires renforcent l'alignement des intérêts, car le gestionnaire partage alors les pertes aussi bien que les gains. Le fait d'obliger le gestionnaire à envisager les inconvénients potentiels d'un investissement, atténue les inquiétudes sur la nature à sens unique de la participation aux profits.

Sans un bon niveau de co-investissement, les structures de rémunération dans le domaine de l'investissement alternatif encouragent les gestionnaires à exposer les capitaux à un risque trop élevé, car ils reçoivent leur rémunération sous la forme optionnelle : « Pile, je gagne ; face, tu perds ». Face à ce type d'arrangements, les gestionnaires réagissent en adoptant le point de vue d'un intermédiaire financier, se concentrant sur leurs propres gains, qui peuvent ou non correspondre à des rendements ajustés au risque corrects pour leurs clients.

Un problème particulièrement troublant surgit lorsque l'on adjuge aux gestionnaires une prime de performance sans spécifier de benchmark ou de seuil minimum. En payant 20 % des gains sur le capital, les investisseurs offrent aux gestionnaires une véritable manne sous la forme d'une participation à des profits générés par un marché sur lequel ces derniers n'exercent aucun contrôle. En créant des structures de rémunération déraisonnables, les gestionnaires diminuent la probabilité de réaliser des rendements ajustés au risque supérieurs.

Les contrats de rémunération concernant les actifs alternatifs consistent en frais de gestion, généralement calculés sur le montant du capital investi, et en primes de performance, habituellement calculées sur les gains effectués. Dans un idéal rarement atteint, les honoraires de gestion correspondent aux frais généraux de la société de gestion, alors que la prime de performance crée une motivation pour ajouter de la valeur. Beaucoup trop fréquemment, les honoraires dépassent la simple couverture des frais généraux, devenant par eux-mêmes un centre de profit, et les primes de performance dépassent la valeur ajoutée, récompensant (ou pénalisant) les gestionnaires pour des résultats qui échappent à leur contrôle.

Les frais de gestion

Des honoraires de gestion raisonnables couvrent les frais généraux d'une société de gestion, permettant au gestionnaire de mener sereinement son entreprise. Les décideurs méritent un salaire confortable, des bureaux bien aménagés, et des ressources suffisantes pour pouvoir structurer et gérer le portefeuille. Idéalement, les investisseurs devraient discuter avec les gestionnaires du niveau de ressources nécessaires à la bonne marche de l'entreprise, mettant en place un budget suffisant pour subvenir aux besoins étudiés. Dans la pratique, peu de sociétés de gestion ont une approche budgétaire des honoraires de gestion. La plupart des sociétés appliquent des pourcentages standard à mesure que les capitaux confiés augmentent, générant de la trésorerie simplement en collectant plus de fonds.

Des frais de transactions, payés aux gestionnaires de participations non cotées au bouclage d'une acquisition, servent à remplir les poches de ces derniers au détriment des investisseurs. Présents habituellement dans le domaine du rachat d'entreprise avec effet de levier, ces frais poussent les sociétés à conclure des transactions et fournissent un supplément inutile à la rémunération plus que généreuse que représentent déjà les frais de gestion et la prime de performance. Les honoraires qui dépassent les frais généraux nécessaires à la bonne marche de l'entreprise créent un conflit d'intérêts entre les gestionnaires et les investisseurs, portant subtilement l'attention du gestionnaire vers la production d'honoraires plutôt que de plus-values.

Les primes de performance

Une prime de performance sous la forme d'un partage des gains générés par les investissements du fonds est un outil puissant de motivation des gestionnaires. Un arrangement équitable partage la valeur ajoutée par le gestionnaire entre lui-même et l'investisseur. Les deux parties méritent de se partager les gains car sans le travail du gestionnaire, il n'y aurait pas de valeur ajoutée, et sans le capital de l'investisseur, les affaires ne pourraient exister. Fixer un seuil minimum reflétant le coût d'opportunité du capital pour l'investisseur, représente le point à partir duquel le gestionnaire commence à ajouter de la valeur. Malheureusement, dans la plupart des participations non cotées, ce seuil n'existe pas. En leur cédant une simple participation aux profits, les investisseurs rémunèrent les gestionnaires de manière inappropriée, alors qu'une prime de performance ne concernant que la valeur ajoutée pousse le gestionnaire à rechercher des rendements ajustés au risque supérieurs, ce qui constitue l'objectif de l'investisseur actif.

Une structure de rémunération particulièrement exagérée fait que les investisseurs paient une prime de performance aux gestionnaires de fonds avant le retour du capital investi. Selon certains arrangements en vigueur dans les participations non cotées, le compte de l'investisseur est débité du montant des frais de gestion versés. Si les « gains » sont calculés à partir de ce capital réduit, il se peut que les gestionnaires perçoivent une prime de performance sur un fonds qui ne parvient pas à récupérer le capital de l'investisseur. Pour le moins, les gestionnaires devraient rendre leur capital aux investisseurs avant de prélever des primes de performance.

La justice exigerait que les investisseurs fixent un seuil minimum à atteindre avant le partage des profits. Des seuils stricts représentent un pourcentage de plus-value que les investisseurs reçoivent avant que les gestionnaires ne participent aux gains, seuls les profits supérieurs au seuil faisant l'objet d'un partage. Des seuils souples, très populaires actuellement, permettent aux gestionnaires de partager la totalité des gains une fois le seuil dépassé, ce qui est de peu d'intérêt pour les investisseurs (sauf dans le cas où un gestionnaire produit des rendements vraiment lamentables).

L'identification d'un seuil correct pose un problème difficile, car les marchés alternatifs ne possèdent pas d'indices de référence tout faits comme le S&P 500 pour les actions domestiques. Dans le cas des stratégies de performance absolue, un coût des capitaux exprimé sous la forme de taux d'intérêt à un an, est un bon point de départ. Comme les gestionnaires en performance absolue prennent en général des positions de courte durée, la mesure de la réussite de l'investissement par rapport aux taux d'intérêt à court terme est pertinente. Dans le cas d'actifs réels, où les rendements espérés se situent entre les rendements obligataires (représentant une mesure du coût d'opportunité des capitaux à risque faible) et ceux des actions (représentant une mesure du coût d'opportunité des capitaux à risque élevé), les rendements des obligations à moyen terme augmentés d'une petite prime nous donnent un seuil correct. À l'ouverture de nouveaux fonds d'investissement, les investisseurs et les gestionnaires revoient la question du juste seuil au vu des nouvelles conditions de marché. Par exemple, à mesure que les taux d'intérêt baissaient dans les années 90, les seuils concernant les actifs tangibles ont baissé de 10 % à environ 5 %.

À l'inverse des structures de rémunération que les investisseurs rencontrent parfois dans les stratégies de performance absolue et les actifs réels, ceux qui investissent dans le capital-risque et les fonds de rachat d'entreprise avec effet de levier sont en général confrontés à des termes de contrat inattractifs. Après rémunération des gestionnaires de participations non cotées avec 20, 25 ou 30 % des plus-values générées sur le capital, les clauses de partage des profits ne prennent pas en compte le coût d'opportunité. Ce serait la moindre des choses que les gestionnaires

engrangent d'abord l'équivalent des taux du marché monétaire avant de percevoir une participation aux profits. Les rendements à long terme d'un indice d'actions cotées fourniraient un seuil de rémunération plus approprié au risque inhérent aux participations non cotées. En fait, ce risque plus élevé inhérent à l'investissement dans le capital-risque et les fonds de rachat d'entreprise avec effet de levier suggère d'utiliser un multiple des rendements à long terme des actions comme benchmark des fonds de participations non cotées.

Des seuils de rémunération des participations non cotées basés sur les rendements des titres cotés ajustés au risque éviteraient le problème qui consiste à récompenser (ou à pénaliser) les gestionnaires de fonds pour des mouvements de marché sur lesquels ils n'ont aucun contrôle. Durant le marché haussier des années 80 et 90, les gestionnaires de fonds de rachat d'entreprise avec effet de levier ont gagné 20 % des profits attribuables à des variations à la hausse du marché actions. Dans un monde où la raison dominerait, les investisseurs pourraient récompenser les gestionnaires de participations non cotées par une prime sur la partie de la performance dépassant les rendements à long terme des actions cotées, ce qui impliquerait un seuil de rémunération d'environ 15 %.

L'établissement de structures de rémunération équitables pour les gestionnaires d'actifs alternatifs rencontre des obstacles quasi insurmontables. Dans les conditions actuelles d'une demande écrasante de gestionnaires de qualité, les investisseurs n'ont pas le pouvoir d'influencer les termes des contrats, et sont donc contraints d'accepter les structures habituelles ou de ne pas participer. Les investisseurs espérant encourager les gestionnaires de fonds à se comporter comme des investisseurs examinent d'autres aspects de la structure de rémunération.

Les véhicules d'investissement à performance absolue

Les gestionnaires de fonds ayant un objectif de performance absolue opérant dans un environnement de titres cotés, permettent en général aux investisseurs de retirer ou d'apporter des capitaux dans des délais assez courts. Bien que les termes des contrats restreignent généralement le timing et la taille des entrées et des sorties, les investisseurs stables supportent le désavantage de subir les coûts induits par les entrées et les sorties des autres investisseurs. Les apports de capitaux à un fonds existant diluent les plus-values des investisseurs déjà présents. En entrant dans un fonds existant, les nouveaux investisseurs participent à un portefeuille déjà constitué sans avoir à payer les coûts de transaction inhérents à l'ouverture de positions. Les retraits posent un problème identique car les capitaux sortants ne supportent pas les coûts de transaction nécessaires à la liquidation d'un certain nombre de positions.

Un problème plus important apparaît lorsque des retraits perturbent la stratégie d'investissement d'un gestionnaire. Durant la panique intervenue fin 1998, de nombreux gestionnaires de fonds alternatifs étaient inquiets de l'ampleur des retraits de fin d'année. La menace de retraits importants posait un dilemme car les gestionnaires avaient besoin de se préparer à répondre aux exigences de liquidités des investisseurs sortants, alors que la vente d'actifs à des prix cassés nuisait au portefeuille. La convergence de conditions de marché difficiles et de retraits importants de la part des investisseurs, a obligé de nombreux gestionnaires à élever leur niveau de liquidités en vendant des actifs qui s'échangeaient à des cours temporairement déprimés, diminuant ainsi la performance du gestionnaire et de ses clients plus stables.

Les gestionnaires de fonds résolvent ce problème d'entrées et de retraits intempestifs en faisant supporter des coûts exceptionnels aux investisseurs entrants et sortants. Dans le cas de coûts de transaction facilement mesurables, les gestionnaires évaluent simplement les frais d'entrée et de sortie, ce qui donne un résultat équitable. Afin d'atteindre l'objectif d'une juste distribution des coûts, les frais doivent être versés au fonds et non au gestionnaire, car ils correspondent à des coûts supportés par le fonds. Des procédures plus complexes répondent au problème de distribution de coûts moins prévisibles, comme les coûts de transactions opérées sur des marchés peu liquides. On obtient une équité approximative en mettant à part les apports des nouveaux investisseurs et en leur faisant supporter les coûts subis par l'achat des actifs correspondant à leur mise. Même si le bloc de titres achetés par l'investisseur entrant ne supporte pas exactement les mêmes coûts de transaction que les titres déjà en portefeuille, si le gestionnaire effectue les achats sur des marchés similaires à ceux des lignes existantes, alors les nouveaux entrants supportent des frais équitables. Lors d'un retrait de capitaux, l'investisseur sortant reçoit une part du fonds proportionnelle à sa participation sur un compte séparé, supportant seul les coûts de transaction dus à la liquidation de ses actifs, ce qui protège les investisseurs restant dans le fonds d'avoir à subir l'impact de ces coûts. En obligeant les investisseurs entrants et sortants à supporter les coûts liés à l'achat et à la vente d'actifs, les gestionnaires de fonds évitent un traitement injuste des investisseurs existants. Le plus important étant que ce processus permet aux gestionnaires d'investir sans craindre des retraits importants, car les investisseurs sortants payent les frais correspondant à leur part de fonds.

Les véhicules d'investissement des participations non cotées

Les gestionnaires de participations non cotées servent au mieux les intérêts des investisseurs en concentrant leur attention sur un seul véhicule d'investissement. Avec un seul vecteur de profit, ils évitent les conflits inévitables qui surgissent lorsque l'on gère une multiplicité de fonds dont les objectifs ne coïncident pas forcément.

Par exemple, si une société de fonds de rachat d'entreprise avec effet de levier gère un fonds actions et un fonds obligataire associé à ce fonds actions, des tensions apparaissent dans leurs évaluations respectives. Une meilleure évaluation de la dette conduit à de moins bons résultats sur les actions, et vice-versa. Certaines sociétés tentent de résoudre ce problème d'évaluation en créant une formule fixe de détermination des clauses associées à ces deux activités financières parallèles. En spécifiant à l'avance la relation entre le coupon détaché et le taux des obligations du Trésor, ainsi que la proportion entre les actions et les emprunts, les gestionnaires de fonds espèrent éviter les problèmes épineux issus du partage des rendements espérés entre des groupes d'investisseurs concurrents.

Comme la dynamique des conditions de marché modifie sans cesse les termes de négociation des différents outils d'investissement, les approches basées sur des formules fixes ne parviennent pas à suivre l'évolution du marché. Si la formule implique des conditions moins bonnes que celles du marché pour la dette, les gestionnaires de fonds désavantagent les prêteurs. Si au contraire la formule les avantage, alors ce sont les investisseurs en actions qui pâtissent. L'avantage qui consiste à contrôler un fonds obligataire associé au fonds actions se paie au prix d'un conflit entre les intérêts des prêteurs et ceux des actionnaires du fonds. Dans le cas de problèmes financiers graves, la question devient encore plus douloureuse, certains employés de la société étant responsables des emprunts et d'autres des actions. Si les détenteurs d'actions demandent que le paiement des sommes dues aux prêteurs soit reporté, les gestionnaires du fonds se retrouvent dans une situation conflictuelle intenable. Le meilleur choix pour les détenteurs d'obligations diffère bien souvent de celui qui conviendrait aux actionnaires, créant un dilemme même pour le gestionnaire le mieux intentionné. Et dans le cas d'une faillite, le problème empire car les intérêts s'affrontent lors du partage entre créanciers et actionnaires. En créant et en gérant une multitude de fonds, les gestionnaires s'exposent à être tiraillés entre des intérêts contradictoires.

Bien que les fonds obligataires et actions fournissent un exemple spectaculaire des tensions issues de la gestion de plusieurs fonds, d'autres activités complémentaires créent des problèmes similaires. Les critères qui déterminent lequel des fonds

va profiter d'une transaction particulière, soigneusement définis dans les documents publicitaires des fonds, ne correspondent pas à la réalité fonctionnelle, créant ainsi des problèmes d'allocation alambiqués aux gestionnaires de fonds. Et le plus important est certainement la question quotidienne de savoir à quelle activité particulière le gestionnaire va consacrer son temps et son attention. Les fonds multiples s'adressant à différentes catégories d'investisseurs ayant des intérêts différents, en choisissant l'activité qu'il va privilégier, le gestionnaire décide de servir telle ou telle catégorie d'investisseurs.

Les investissements des gestionnaires en dehors des fonds qu'ils gèrent, méritent une vigilance toute particulière. Les gestionnaires doivent éviter d'effectuer des transactions pour leur propre compte, même si ces transactions semblent trop petites, trop originales ou d'une manière ou d'une autre inappropriées à l'orientation du fonds institutionnel. Les investisseurs méritent la consécration totale du gestionnaire. Une concentration la plus pure de l'énergie sur la gestion d'un fonds unique constitue un point de départ important pour répondre aux besoins des investisseurs.

Les lacunes de la structure de rémunération de KKR

Des structures de rémunération mal conçues produisent souvent des divergences d'intérêts spectaculaires. La société de gestion de fonds de rachats d'entreprise avec effet de levier bien connue Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR) a négocié pour son fonds de 1993 des clauses de partenariat qui enrichissaient les gestionnaires, peu importe les résultats obtenus par les investisseurs. Comme les gestionnaires de la plupart des fonds de participations non cotées, KKR percevait une prime de performance de 20 % basée sur les profits. Mais contrairement à la plupart des fonds, KKR n'incluait pas tous les investissements lors du calcul des profits. Ce faisant, KKR percevait 20 % des profits sur les transactions réussies, sans compensation des pertes subies sur les transactions manquées, créant ainsi la tentation de multiplier les transactions hasardeuses. KKR percevait une part des profits des transactions gagnantes, mais ne subissait pas les pertes. Par sa nature, la structure de rémunération encourageait la société à prendre des risques énormes en faisant une utilisation exagérée du levier financier ou opérationnel, un peu à la manière des paris sur les options.

L'accord de KKR avec ses clients prévoyait des frais de gestion de 1,5 % prélevés sur le capital investi, ce qui est courant dans le domaine des fonds de rachats d'entreprise avec effet de levier. Ces frais de gestion, conçus pour couvrir les dépenses courantes de la société de gestion de fonds de rachats d'entreprise avec effet de levier, devinrent un centre de profit pour KKR à cause de la taille gigantesque des fonds

sous gestion. Et non satisfaits de facturer des honoraires de gestion astronomiques, KKR percevait des frais sur toutes les transactions abouties, des frais de suivi et des frais bancaires. Les frais de gestion exagérément élevés, les frais de transaction, les frais de suivi et les frais bancaires créent une divergence entre les intérêts des gestionnaires (toujours plus !) et ceux des investisseurs (toujours moins !). Comparez cela aux termes des premiers contrats de Warren Buffett, dans lesquels il ne facturait pas de frais de gestion, pensant qu'il ne devait faire des profits que si ses co-investisseurs en faisaient ![1]

Le rachat de Bruno par KKR en août 1995 illustre la divergence d'intérêts. Cette transaction de 1,2 milliard de dollars, qui comprenait un investissement en actions de 250 millions, incluait l'acquisition d'une chaîne de supermarchés dont le siège était situé dans le Mississipi. KKR factura des frais d'acquisition de 15 millions de dollars qui dépassaient largement l'investissement des gestionnaires. Les frais de gestion proportionnels, facturés sur le montant du capital investi, s'élevaient à 3,75 millions de dollars par an. Les frais de suivi engloutissaient chaque année 1 million supplémentaire. De plus, KKR factura pour 800 000 dollars de frais bancaires sur l'affaire Bruno en 1997. En échange du financement de l'achat et du paiement de dizaines de millions de dollars en frais divers, les investisseurs perdirent la totalité de leur investissement lorsque Bruno se déclara en faillite.

Les structures de rémunération correctes font que les gestionnaires et les investisseurs partagent à la fois les profits et les pertes. Si un gestionnaire ne partage que les profits, il est motivé pour prendre des risques. Des frais de gestion ne couvrant que les dépenses courantes de la société, obligent les gestionnaires à faire des plus-values avant d'empocher des profits. Les frais de gestion dépassant les dépenses courantes représentent un transfert injuste des capitaux des investisseurs vers les gestionnaires. La combinaison de frais exorbitants et d'une structure de rémunération mal conçue a permis à KKR de profiter de façon délirante de la transaction sur Bruno, alors que les clients de la société perdaient tout dans l'opération.

Certains aspects de la structure de rémunération prohibitive utilisée par KKR disparurent en 1996, quand la société lança un fonds de 5,7 milliards de dollars, alors leader sur son marché. Pressée par des investisseurs institutionnels d'envergure, la société de gestion de fonds de rachat d'entreprise avec effet de levier accepta de rassembler tous les investissements dans le calcul de la performance, tenant compte des pertes avant de toucher une prime de performance. Bien que les investisseurs de KKR profitent de cet amalgame des résultats de toutes les transactions, la société

1. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, New York, Random House, 1995, 62.

continue d'appliquer des niveaux d'honoraires extraordinaires, assurant la prospérité des gestionnaires indépendamment des résultats obtenus par les investisseurs.

Les revenus de KKR en 2006 illustrent le rôle des honoraires dans l'étonnant transfert de richesse des investisseurs vers les gestionnaires. D'après le document d'introduction en bourse de KKR, datant du 3 juillet 2007, la société a reçu en 2006 67 millions de dollars d'honoraires de suivi et 273 millions d'honoraires de transaction. Josh Lerner, professeur à la Harvard Business School, estime que les frais de gestion s'élevaient en 2006 à environ 350 millions de dollars[1]. Les dirigeants de KKR, au nombre de vingt-cinq, perçurent des honoraires estimés à 690 millions de dollars par le seul fait d'exister, d'aller au bureau et d'y allumer la lumière.

Malgré la suppression de la clause de 1996 selon laquelle les primes de performance étaient calculées investissement par investissement, les investisseurs n'exercent en général qu'une faible influence sur les termes des contrats, car les gestionnaires se conforment aux normes du secteur qui leur procurent des revenus pour un risque moins élevé que ne le ferait une structure de rémunération plus juste. Observez un environnement où les gestionnaires perçoivent des honoraires de gestion leur permettant seulement de couvrir les dépenses courantes, et une prime de performance basée sur les profits. Comme la majorité des intervenants ne parviennent pas à battre un benchmark ajusté au risque, la plupart des gestionnaires de fonds seraient confrontés à une baisse substantielle de leurs revenus s'ils adoptaient une structure de rémunération équitable.

Comme le partage des profits s'effectue sur le rendement brut du capital, les gestionnaires de participations non cotées perçoivent des primes de motivation même si les investisseurs n'obtiennent pas mieux que les rendements ordinaires du marché. Si les gestionnaires ne percevaient des primes que sur les rendements qui dépassent un benchmark ajusté au risque, en se basant sur les performances historiques, la plupart des gestionnaires ne parviendraient pas à toucher de primes. Comme le secteur de la gestion d'actifs perçoit des rémunérations bien supérieures au niveau de la valeur ajoutée, les investisseurs rencontrent des résistances énormes à l'établissement de structures de rémunération raisonnables.

Malheureusement, en modifiant les termes du contrat, les investisseurs sont confrontés au défi consistant à provoquer des changements importants dans le secteur, car des modifications particulières à chaque gestionnaire introduisent une instabilité potentielle. Si un seul gestionnaire de participations non cotées adoptait une structure de rémunération équitable, les revenus de ses dirigeants tomberaient bien en dessous

1. Josh Lerner, "Discussion of 'The Economics of Private Equity Funds' by Metrick and Yasuda", Harvard University and NBER.

de ceux en vigueur dans le secteur. Le personnel de cette société pourrait très bien s'en aller travailler pour un concurrent aux pratiques de rémunération injustes, augmentant ainsi spectaculairement ses revenus. Le fonds de participations non cotées innovant, proposant un contrat équitable, n'a pas la possibilité de retenir ses employés.

Les investisseurs trouvent que les clauses des contrats dans le secteur des participations non cotées s'éloignent de plus en plus de l'équité. Les frais prélevés par les fonds multi-milliardaires de LBO rapportent des dizaines de millions de dollars par an, ce qui est de très loin supérieur aux montants nécessaires à la couverture des dépenses opérationnelles de l'entreprise. Les primes de performance des fonds de LBO représentent 20 % des rendements produits par la hausse structurelle du marché actions, sans mentionner les 20 % sur les rendements provenant de structures de capital à fort effet de levier. Après ajustement aux frais, aux primes de performance et au risque, il ne reste plus aucune plus-value pour un nombre écrasant d'investisseurs.

Les investisseurs en capital-risque s'en tirent un peu mieux. Dans le passé, la communauté du capital-risque était répartie dans une structure à trois niveaux, Kleiner Perkins occupant le haut de la hiérarchie avec une prime de performance de 30 %, une poignée d'excellentes sociétés percevant 25 %, et le restant empochant 20 % des gains. La folie internet de la fin des années 90 a transformé de nombreux capital-risqueurs solides en génies du marché haussier, les poussant à exiger une augmentation de leur rémunération de 20 à 25 ou même 30 %. Bien que très peu de ceux-là méritent d'être inclus dans l'élite du secteur, la plupart d'entre eux disent simplement : « C'est le marché » ou « Nous devons le faire pour des raisons de concurrence ». De telles augmentations des rémunérations ont perduré lors de la période suivante, beaucoup moins favorable au capital-risque, créant un schéma d'adaptation des termes de contrat à sens unique en défaveur des investisseurs.

Une étude récente de deux enseignants de la Wharton School, Andrew Metrick et Ayako Yasuda, a produit des résultats surprenants concernant la relation entre les honoraires et les primes de performance. Les auteurs ont examiné les données détaillées de 238 fonds lancés entre 1992 et 2006. En se basant sur leur modélisation des caractéristiques des partenariats, « environ 60 % des revenus espérés viennent d'honoraires fixes insensibles à la performance »[1]. La conclusion selon laquelle la plus grande part de la rémunération des gestionnaires prend la forme d'honoraires, remet en question la structure fondamentale des partenariats de participations non cotées.

---

1. Andrew Metrick and Ayako Yasuda, "The Economics of Private Equity Funds", 9 September 2007, University of Pennsylvania, The Wharton School, Department of Finance.

Michael Jensen, professeur émérite à Harvard Business School, a exprimé des inquiétudes au sujet des structures de rémunération des sociétés de gestion de participations non cotées. Dans une interview de septembre 2007 à Gretchen Morgenson du *New York Times*. Jensen, l'homme que beaucoup considèrent comme étant le père de l'investissement dans les participations non cotées, déplore les honoraires exagérés que les sociétés de gestion de participations non cotées prélèvent à leurs clients. Jensen disait : « Je peux prédire sans l'ombre d'un doute que ces honoraires vont finir par diminuer la productivité du modèle. Et ils créent une divergence supplémentaire entre les gestionnaires et les investisseurs, ce qui est très grave. Les gestionnaires font cela à cause d'une vision à court terme focalisée sur l'augmentation de leurs revenus, sans égard pour ce qui fait la force du modèle »[1]. Les investisseurs en participations non cotées s'en tirent beaucoup mieux avec des gestionnaires de fonds plus modestes et plus dynamiques dont les profits proviennent davantage des primes de performance que des honoraires.

Négocier le changement

Bien que des pratiques établies depuis longtemps limitent la possibilité pour l'investisseur de négocier des conditions équitables, le secteur de l'immobilier offrit au début des années 90 l'opportunité d'une restructuration radicale. Après avoir imprudemment investi des quantités pharamineuses de capitaux dans l'immobilier durant les années 80, les institutions ont retiré pratiquement tous leurs avoirs de ce marché après l'effondrement des prix qui marqua le tournant de la décennie. Le peu d'investisseurs qui désiraient engager des fonds sur ce secteur étaient confrontés à une foule d'investissements tous aussi peu attractifs les uns que les autres.

Les grands gestionnaires motivés par les honoraires dominaient l'activité immobilière institutionnelle dans les années 80. Des sociétés comme AEW, Copley, Heitman, JMB, LaSalle, RREEF et TCW accumulaient des milliards de dollars de capitaux sous gestion, motivés par le cash flow régulier généré par les frais d'acquisition, les frais de gestion et les honoraires de suivi. La communauté des gestionnaires du secteur immobilier se concentrait sans surprise sur la création, la conservation et l'augmentation de ces flux de revenus, négligeant souvent de générer des retours sur investissement pour leurs clients.

---

1. Gretchen Morgenson, "It's Just a Matter of Equity", *New York Times*, 16 September 2007.

La corne d'abondance des honoraires de JMB

Basée à Chicago et dirigée par Robert Judelson, Judd Malkin et Neil Bluhm, JMB illustre typiquement l'orientation sur les honoraires prise par la masse des gestionnaires dans les années 80. Non contente de prélever des revenus réguliers basés sur les capitaux apportés par les clients, cette société alla très loin dans la collecte des frais, même lorsque les actifs en portefeuille perdirent une bonne partie de leur valeur dans l'effondrement du marché immobilier des années 90.

Démontrant une avidité presque incroyable, JMB conserva des positions perdantes dans le seul but de prélever des frais à ses clients. En juillet 1986, la société acquit pour 22 millions de dollars Argyle Village Square, un immeuble de commerces à Jacksonville, en tant que partie intégrante d'un portefeuille de biens immobiliers détenu au sein d'un fonds commun qui s'appelait « Endowment and Foundation Realty – JMB II ». Affublé d'un crédit hypothécaire de 12,4 millions de dollars, le bien immobilier générait pour JMB des honoraires de 1,25 % de la valeur brute du bien, soit l'équivalent de presque 2,3 % de l'investissement original.

En 1992, la valeur d'Argyle Village Square baissa au point que l'hypothèque dépassait sa valeur de marché. Son principal locataire, le magasin de soldes Zayre, résilia son bail, assombrissant considérablement les perspectives du bien. Au lieu de céder le centre commercial au créancier, JMB conserva cet actif dans ses registres malgré sa valeur nulle, continuant ainsi de collecter auprès des investisseurs des honoraires basés sur la valeur brute du bien immobilier. Avec un rendement de 1,1 % par an (après paiement du crédit et avant déduction des honoraires), les frais annuels de 1,25 % prélevés sur Argyle Village Square dépassaient les rendements de l'investissement. Pour ajouter l'insulte à la blessure, JMB utilisait les rendements d'autres actifs pour pouvoir empocher la différence, assurant ainsi à la société un flux régulier de revenus. Malgré des injonctions répétées de vente d'Argyle Village de la part des investisseurs, afin de faire cesser ce détournement de liquidités du portefeuille dans le seul but de payer des honoraires, JMB conserva le centre commercial et se servit copieusement sur le dos des investisseurs.

Qualifié de « plus grande acquisition immobilière jamais effectuée », l'achat par JMB en 1987 de Cadillac Fairview, un ensemble d'immeubles commerciaux canadiens, fut une véritable corne d'abondance géante pour la société[1]. Persévérant dans sa pratique de prélèvement des honoraires sur la valeur brute des transactions, les frais initiaux prélevés par JMB s'élevèrent à 1 % du montant de la transaction de 6,8 milliards de dollars canadiens, représentant une charge de 3,4 % sur les

1. *Wall Street Journal*, 15 July 1992.

2 milliards réellement investis. JMB incluait dans la valeur brute de la transaction un portefeuille d'actifs déjà en vente valant environ 560 millions de dollars canadiens, lui permettant ainsi de « gagner » 5,6 millions de dollars pour la simple acquisition et la mise en vente immédiate d'actifs qui ne rapporteraient donc absolument rien aux investisseurs.

La frénésie d'honoraires de JMB continua avec des frais de gestion annuels de 0,5 % sur la valeur de marché (soit 1,7 % sur le capital investi), des frais annuels de participation aux rendements de 1,75 %, et des frais de suivi de l'affaire de 1 % prélevés sur la valeur brute (une parenthèse dans le document de l'offre expliquant que cette valeur « incluait l'hypothèque », dans le cas où l'investisseur l'oublierait).

En plus des frais initiaux, des frais annuels, des frais de participation et des frais de suivi, JMB se réservait le droit de fournir des services de gestion immobilière, de crédit, de courtage d'assurances et autres, accompagnés de rémunérations exorbitantes. Non content de cette panoplie impressionnante de frais en tous genres, JMB fit inscrire dans le contrat une prime de performance de 15 % des profits après avoir procuré un petit 9 % de rendement annuel aux investisseurs.

Malheureusement pour JMB et ses co-investisseurs dans Cadillac Fairview, dans l'environnement difficile du début des années 90, la valeur surestimée et surhypothéquée du bien souffrit. Malgré une contribution capitalistique supplémentaire de 700 millions de dollars canadiens en 1992, les rendements sur les 2,7 milliards apportés par les investisseurs avaient perdu plus des trois quarts de leur valeur. Alors que les fonds de pension de Californie, du Massachusetts, de l'Illinois et de l'Iowa voyaient leurs capitaux fondre inexorablement comme neige au soleil, JMB continuait de prélever ses honoraires de gestion.

Réagissant à l'indignation concernant son indifférence face à l'échec de la super-transaction canadienne, JMB diminua volontairement ses honoraires annuels de 30 à 25 millions de dollars, tout en observant que ces honoraires rémunéraient la société pour ses conseils à Cadillac Fairview et non aux investisseurs ! Judd Malkin souligna le manque de convergence d'intérêts avec ses investisseurs, notant que « si je diminue de moitié mes honoraires, cela ne change rien à leurs rendements »[1].

Succombant aux conséquences inévitables d'un excès de dettes et d'un manque de cash flow, Cadillac Fairview se déclara en faillite auprès des autorités canadiennes en décembre 1994. Malgré son échec et les pertes massives de ses investisseurs, JMB chercha agressivement à profiter du bon filon, poursuivant Cadillac Fairview en justice pour en obtenir 225 millions de dollars canadiens, dont 180 représentaient

1. *Ibid.*

les futurs honoraires de conseil à l'entreprise canadienne. JMB obtint finalement 22,5 millions de dollars canadiens en 1995.

En dépit de l'échec cuisant de Cadillac Fairview et du traitement indigne infligé par JMB à ses investisseurs, Neil Bluhm lança en 1997 Walton Street Capital, un nouveau fonds institutionnel. Ce premier fonds pava le chemin pour toute une série d'autres fonds, qui en 2007 totalisaient 3,5 milliards de dollars. La capacité de Bluhm à lever des fonds et son sens aigu de la structuration des honoraires lui ont valu une prospérité suffisante pour pouvoir figurer au 215e rang du classement des 400 américains les plus riches, établi en 2006 par le magazine *Forbes*[1].

Bien que JMB représente ce qui se fait de pire en matière d'honoraires excessifs, tous les grands gestionnaires immobiliers étaient focalisés, pendant les années 80, sur le prélèvement d'honoraires, et non sur la production de rendements attrayants. Les institutions cherchant à exploiter les opportunités du marché immobilier au début des années 90, étaient confrontées à une cohorte de gestionnaires discrédités opérant selon une structure de rémunération fondamentalement erronée. Heureusement, un retrait presque total des capitaux confiés au secteur de l'immobilier procura une force de négociation aux investisseurs souhaitant engager des capitaux dans cette classe d'actifs asséchée.

La fuite des capitaux du début des années 90 plaça les investisseurs et les gestionnaires de fonds immobiliers sur un pied d'égalité, permettant la négociation de contrats équitables. Les apporteurs de fonds négocièrent des frais de gestion suffisants pour couvrir les dépenses courantes, mais insuffisants pour pouvoir créer un centre de profits. Les investisseurs obtinrent qu'un seuil de rendement minimum fût établi, à partir duquel les gestionnaires toucheraient des primes de performance, obligeant ceux-ci à procurer des rendements décents. Dans les cas où les gestionnaires possédaient une fortune personnelle, leurs investissements à titre privé s'élevaient à des dizaines de millions de dollars, dépassant souvent les contributions de nombre de leurs clients. Lorsque les gestionnaires disposaient de moyens plus modestes, ils avaient recours à des prêts de la part de leurs clients pour pouvoir co-investir.

La pénurie de capitaux au début des années 90 offrit aux investisseurs une opportunité exceptionnelle de modifier les termes des contrats d'investissement dans l'immobilier. Le passage de la structure de rémunération dysfonctionnelle des années 80, basée sur les honoraires, à une structure des années 90 orientée sur les rendements de l'investissement, favorisa tout autant les intérêts des investisseurs que ceux des gestionnaires.

---

1. "The 400 Richest Americans: #215 Neil Gary Bluhm", Forbes.com: 21 September 2006.

Bien que les rendements médiocres de l'investissement immobilier à la fin des années 90 érodèrent quelque peu les gains produits par la nouvelle structure de rémunération, de nombreux gestionnaires choisirent de continuer d'utiliser cette structure orientée sur les rendements, même lorsqu'ils étaient face à des opportunités alléchantes au niveau des honoraires. Mis à part les considérations purement économiques, la loyauté générée par la poursuite d'activités d'investissement mutuellement gratifiantes renforça la décision de continuer de travailler dans le cadre de cette structure. L'effondrement du marché immobilier contribua à des changements durables dans les contrats proposés aux institutionnels.

CONCLUSION

L'efficience des marchés crée une difficulté de taille pour les investisseurs qui suivent des stratégies de gestion active, provoquant l'échec de la plupart d'entre eux à battre les indices. Bien que battre le marché s'avère être ardu et coûteux, les investisseurs prennent souvent pour argent comptant les prétentions des gestionnaires actifs, attribuant leur réussite à leur talent et non à la chance, et oublient d'ajuster les rendements au risque encouru. Face aux obstacles qui se dressent devant la gestion active, les intervenants réagissent à l'excitation provoquée par un jeu dans lequel les scores s'affichent en millions, voire même en milliards de dollars, justifiant la poursuite de stratégies actives par les investisseurs institutionnels.

Les investisseurs sérieux approchent les opportunités de gestion active avec le plus grand scepticisme, en commençant par supposer *a priori* que les gestionnaires ne démontrent aucun talent. Les chiffres des performances historiques méritent réflexion, les observateurs les plus malins étant conscients de la part de chance présente dans les meilleurs résultats. Les chances de gagner au jeu de la gestion active augmentent lorsque l'on confie des capitaux à des gestionnaires possédant un avantage susceptible de produire une performance supérieure sur des marchés extrêmement concurrentiels.

Sélectionner le bon gestionnaire d'actifs pose les plus grandes difficultés aux investisseurs, car l'intégrité, l'intelligence et l'énergie influencent fondamentalement les performances du portefeuille. Les activités des gestionnaires externes contribuent non seulement à la performance mais également à la réputation de l'institution elle-même et à sa perception par le public, obligeant ses administrateurs à adopter des critères extrêmement exigeants dans la sélection des gestionnaires.

Une structure organisationnelle appropriée joue un rôle dans la réussite de l'exécution d'un programme d'investissement, en assurant une convergence d'intérêts suffisante entre le fonds institutionnel et le gestionnaire externe. Les gestionnaires indépendants possédant des structures de rémunération bien pensées ont les plus grandes chances de produire des rendements ajustés au risque élevés, car les motivations financières appropriées poussent les gestionnaires à placer les objectifs des clients avant leurs intérêts personnels. Bien que les contrats intelligents et les modes d'organisation sensés contribuent à une plus grande probabilité de réussite, même les arrangements les mieux structurés échouent lorsqu'ils sont appliqués par des gens mal intentionnés.

Les sociétés de gestion dynamiques sont beaucoup plus susceptibles de s'adapter à des marchés sans cesse changeants, augmentant ainsi la possibilité d'obtenir des performances d'investissement supérieures. Malheureusement, les sociétés de gestion qui réussissent recèlent en elles-mêmes le germe de leur propre destruction, car la taille croissante diminue la performance et l'âge sape l'énergie. Les investisseurs vigilants doivent se tenir prêts à éliminer les vieilles structures fatiguées et à identifier les nouvelles sociétés dynamiques.

La structure de rémunération joue un rôle essentiel dans le comportement des gestionnaires et détermine l'équité dans la répartition des gains et des pertes. En encourageant les gestionnaires à se comporter comme des investisseurs, des contrats appropriés obligent les premiers à rechercher les rendements et à à faire passer au second plan les honoraires, qui diminuent la performance de l'investissement.

Les structures de rémunération ordinaires font que les revenus du gestionnaire dépendent de facteurs qui sont au-delà de son contrôle. Lorsque les gains issus d'un marché haussier viennent gonfler les portefeuilles de titres cotés et augmenter les actifs sous gestion privée, les gestionnaires profitent de l'accroissement des frais de gestion et des primes de performance. Les pertes issues d'un marché baissier imposent des coûts indépendants de l'activité du gestionnaire. Dans les deux cas des titres cotés et des participations non cotées, la rémunération des gestionnaires va et vient au gré des marchés, ce qui se traduit par des revenus ne dépendant pas directement du niveau de valeur ajoutée.

En fonctionnant selon des arrangements basés sur les capitaux confiés et ne tenant pas compte de la valeur ajoutée, les gestionnaires perdent de vue la recherche de performance, mettant au lieu de cela l'accent sur une stratégie conservatrice conçue pour protéger leurs revenus fixes et réguliers. En partie à cause de structures de rémunération médiocres, les contrats ordinaires répartissent les gains et les pertes de façon injuste, enrichissant souvent le gestionnaire tout en procurant aux investisseurs des rendements ajustés au risque inférieurs à la moyenne.

Des termes contractuels appropriés servent à encourager les gestionnaires à se comporter comme des investisseurs, les obligeant à rechercher les gains et à éviter les pertes. Les caractéristiques structurelles qui jouent un rôle important dans la convergence d'intérêts des gestionnaires et des investisseurs, incluent la nature du véhicule d'investissement, le coût des honoraires, le calcul de la prime de performance et le montant du co-investissement effectué par le gestionnaire. En recherchant les arrangements qui motivent les gestionnaires à rechercher des rendements ajustés au risque élevés, les investisseurs favorisent l'obtention de résultats satisfaisants.

Les investisseurs espérant battre le marché en jouant au jeu de la gestion active sont confrontés à des obstacles décourageants allant de l'efficience de la valorisation de la plupart des titres cotés au fardeau écrasant des honoraires demandés par les véhicules d'investissement dans le domaine des actifs alternatifs. C'est seulement en identifiant des individus de grande qualité opérant au sein d'organisations bien structurées que les investisseurs actifs créent l'opportunité d'ajouter de la valeur au processus d'investissement. La recherche et la sélection méticuleuses, la structuration attentive et la mise en œuvre patiente de relations satisfaisantes entre professionnels de l'investissement, fournissent les composantes essentielles d'un programme de gestion active.

10

Le processus d'investissement

La structuration d'un portefeuille cohérent avec les principes fondamentaux de l'investissement exige un processus de gouvernance qui génère une politique d'investissement adaptée, évite le *market timing* improductif et identifie des relations efficaces entre professionnels de l'investissement. L'une des décisions de gestion de portefeuille les plus importantes concerne le choix entre (a) développer un mode d'organisation capable de sélectionner des gestionnaires de qualité, et (b) déployer une stratégie mettant l'accent sur les véhicules d'investissement passifs. Bien que le fait de choisir une approche active élargisse le choix des classes d'actifs et contienne la promesse de rendements supérieurs au marché, les stratégies actives exigent l'engagement de ressources importantes. Les institutions qui s'engagent dans la gestion active sans soutien approprié sont confrontées à la perspective désagréable d'obtenir des résultats décevants tout en créant des opportunités pour les investisseurs mieux armés.

Deux composantes importantes de la gestion d'investissement (la pensée contrarienne et l'orientation à long terme) posent problème pour la gouvernance des fonds de réserve. Comme les grandes organisations bureaucratiques utilisent invariablement des groupes d'individus (des comités d'investissement) pour superviser d'autres groupes d'individus (le personnel d'investissement), un comportement consensuel imprègne le processus d'investissement. À moins d'être gérée avec la plus grande attention, la dynamique de groupe élimine souvent les activités contrariennes et impose des horizons d'investissement trop courts. La création d'un processus de gouvernance qui encourage la pensée contrarienne, indépendante et à long terme, est une tâche essentielle pour les institutions gérant des fonds de réserve.

John Maynard Keynes, dans sa *Théorie Générale*, décrit les difficultés inhérentes à la prise de décision dans les groupes d'investissement : « Finalement l'individu

qui investit à long terme et qui par là sert le mieux l'intérêt général est celui qui, dans la pratique, encourra le plus de critiques, si les fonds à placer sont administrés par des conseils, des comités et des banques. Son attitude en effet doit normalement le faire passer aux yeux de l'opinion moyenne pour un esprit excentrique, subversif et inconsidéré. S'il connaît d'heureux succès, là croyance générale à son imprudence s'en trouvera fortifiée ; et, si, comme c'est très probable, il subit des revers momentanés, rares sont ceux qui le plaindront. La sagesse universelle enseigne qu'il vaut mieux pour sa réputation échouer avec, les conventions que réussir contre elles. »[1]. Les difficultés auxquelles est confrontée une institution essayant de structurer des processus efficaces de gouvernance restent concentrées sur l'exercice d'une perception aiguë des nécessités administratives, tout en encourageant un comportement « excentrique, subversif et inconsidéré ».

GESTION PASSIVE OU GESTION ACTIVE ?

Peut-être que la caractéristique distinctive la plus importante d'un investisseur est sa capacité (ou son incapacité) à prendre des décisions de gestion active. Les investisseurs actifs talentueux utilisent avec raison un plus large choix de classes d'actifs, enrichissant ainsi les possibilités de diversification de leur portefeuille. Les investisseurs adeptes de la gestion active suivent des stratégies conçues pour battre le marché des titres cotés, améliorant potentiellement le rendement de cette classe d'actifs. L'investisseur actif jouit d'une plus grande faculté de créer et de gérer des portefeuilles possédant un potentiel de rendement plus élevé et des risques plus faibles.

Le chemin le plus sûr pour prendre des décisions de gestion active efficaces passe par l'embauche de professionnels hautement qualifiés dédiés au service des intérêts du fonds d'investissement. Un personnel motivé apporte les ressources nécessaires à l'identification du groupe extrêmement restreint de gestionnaires capables d'ajouter de la valeur au processus d'investissement. De plus, l'embauche d'un groupe d'individus gérant un fonds d'investissement particulier réduit la gravité des conflits entre investisseurs et intermédiaires financiers, qui polluent l'industrie de la gestion d'actifs, car ce personnel sert de défenseur des intérêts de l'institution.

Les investisseurs ne possédant pas les ressources nécessaires pour prendre des décisions bien informées en matière de gestion active, limitent sensiblement les choix

1. Keynes, *General Theory*, 157–158. (traduction de Jean de Largenaye)

d'investissement à des grandes classes d'actifs cotés gérés passivement, comme les actions domestiques, les actions étrangères des pays développés, les actions des pays émergents, les fonds d'investissement dans l'immobilier et les obligations du Trésor, indexées ou non sur l'inflation. Le monde extrêmement concurrentiel de l'investissement sanctionne inéluctablement les tentatives de battre le marché, conduisant l'investisseur dont les ressources sont limitées à utiliser un ensemble d'alternatives d'investissement passives à bon marché[1].

Certaines classes d'actifs exigent des talents de gestion active si l'investisseur espère obtenir un rendement ajusté au risque attractif. Ce sont les stratégies de performance absolue, les actifs réels et les participations non cotées. Dans chacun de ces cas, les structures de rémunération (cette combinaison de frais prélevés sur le capital confié et de primes de performance) créent un obstacle important à la réussite de l'investissement et sanctionnent durement les investisseurs qui échouent. En grande partie à cause de ces structures de rémunération, la moyenne des performances de ces classes d'actifs ne parvient pas à procurer aux investisseurs des rendements ajustés au risque satisfaisants. Et l'identification des gestionnaires possédant un potentiel important implique la possession d'un large éventail de compétences qualitatives et quantitatives. La réussite dans les domaines de ses stratégies de performance absolue, des actifs réels et des participations non cotées dépend essentiellement de la qualité des décisions de gestion active.

Mis à part le fait de permettre aux investisseurs d'utiliser une large palette de classes d'actifs, une équipe de professionnels de grande qualité permet à une institution de rechercher des rendements supérieurs à ceux du marché dans le domaine relativement efficient des titres cotés. Même si les choix de gestion passive bon marché représentent une concurrence de taille pour les gestionnaires actifs, avec une sélection vigilante et un horizon d'investissement suffisamment éloigné, les professionnels de haut niveau sont confrontés à des perspectives de rendements supérieurs grâce à la gestion active.

Le rôle de la gestion active est central dans les délibérations concernant la structure de l'organisation chargée d'investir et la gouvernance du processus d'investissement. Les institutions qui créent des organisations dédiées à l'investissement de grande qualité animées par des professionnels compétents et un comité d'investissement inspiré, jouissent de la possibilité d'utiliser un éventail plus large de classes d'actifs et peuvent exploiter tout un ensemble d'anomalies de cours. Les institutions

1. Mon livre de 2005, *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment*, couvre les problèmes d'investissement auxquels sont confrontés les investisseurs ne possédant pas les ressources leur permettant d'appliquer des programmes de gestion active.

aux ressources humaines insuffisantes suivent avec raison une stratégie limitée aux portefeuilles gérés passivement. Le choix entre les approches active et passive de la gestion de portefeuille contient des implications pour presque chaque aspect du processus d'investissement.

L'ENVIRONNEMENT OPÉRATIONNEL

Pour construire un portefeuille de qualité géré activement, les structures de gestion des investissements ont besoin d'un personnel compétent supervisé par un comité d'investissement qui fonctionne correctement. Les comités d'investissement efficaces apportent une vision d'ensemble tout en faisant attention de ne pas empiéter sur les responsabilités des salariés de la structure. La limitation des réunions du comité à quatre par an évite que les conseillers ne soient trop impliqués dans les décisions de gestion au jour le jour, tout en permettant au personnel de recevoir des directives appropriées de la part du comité. Supposer que les initiatives d'investissement viennent du personnel et non des membres du comité, permet au département de l'investissement d'assumer l'entière responsabilité de la nature et de la direction du programme d'investissement. En bref, le comité d'investissement devrait jouer le rôle de conseil d'administration pour les opérations de gestion du fonds.

Le comité d'investissement

Un comité d'investissement solide apporte de la discipline au processus de gestion du fonds de réserve. En vérifiant sérieusement et intelligemment les recommandations d'investissement, le comité pousse le personnel à faire des propositions toujours mieux réfléchies. Dans l'idéal, les comités exercent rarement leur pouvoir de rejeter les recommandations du personnel dédié à l'investissement. Si un comité repousse ou rectifie souvent les propositions d'investissement, le personnel rencontre des difficultés dans sa gestion du portefeuille. Les opportunités d'investissement exigent souvent des négociations sur la taille des engagements à prendre, lesquels sont soumis à l'approbation du comité. Si le comité refuse son approbation de façon régulière, le personnel perd de sa crédibilité face à la communauté de la gestion d'actifs. Ceci dit, le comité doit fournir bien plus qu'un simple « visa » d'approbation des recommandations du personnel. Dans une organisation bien menée, la discussion en comité sur les propositions d'investissement influence

l'orientation et la nature des initiatives futures du personnel. Une gestion de portefeuille efficace exige de trouver un équilibre entre l'autorité ultime du comité et la délégation d'une part raisonnable de responsabilité au personnel dédié à l'investissement.

Les membres du comité apportent souvent de l'aide entre deux réunions, fournissant un feedback sur les activités passées et suggérant des stratégies pour l'avenir. Des échanges d'informations intenses élèvent le niveau de dialogue, poussant aussi bien le personnel que le comité à améliorer la qualité de la prise de décision concernant les investissements.

Les membres du comité d'investissement devraient être sélectionnés principalement pour leur bon sens. Bien qu'aucune formation particulière ne qualifie un individu pour travailler dans un comité, une compréhension profonde des marchés financiers s'avère utile à la supervision du processus d'investissement. Rassembler un groupe de spécialistes est parfois dangereux, surtout lorsque les membres du comité essaient de gérer le portefeuille et non le processus de décision lui-même. Des dirigeants compétents apportent une perspective précieuse, à condition qu'ils mettent de côté leur inclination à récompenser la réussite et à punir l'échec. L'instinct entrepreneurial parfois profondément enraciné qui consiste à favoriser les gagnants et à éliminer les perdants, pousse les portefeuilles vers des stratégies fondamentalement risquées basées sur le momentum, et les éloignent d'opportunités contrariennes potentiellement profitables. Les membres de comité d'investissement les plus efficaces comprennent leur responsabilité de supervision du processus d'investissement et fournissent un soutien au personnel qui s'y consacre, tout en se tenant à l'écart de la gestion effective du portefeuille.

Le personnel dédié à l'investissement

Des professionnels solides doivent diriger le processus de gestion du portefeuille. Qu'il s'agisse de questions générales liées à l'allocation d'actifs ou à la politique de prélèvement, de problèmes spécifiques de gestion du portefeuille et de sélection des gestionnaires, le personnel a besoin d'arguments rigoureux et convaincants pour pouvoir adopter une ligne de conduite particulière. La défense de ses convictions ne doit pas compromettre la transparence, car les faiblesses manifestes ou potentielles doivent être décrites et étudiées au grand jour. La malhonnêteté intellectuelle s'avère fatale au processus d'investissement.

Sans une procédure rigoureuse de formulation des recommandations d'investissement, la prise de décision a tendance à devenir informelle, et même aléatoire. Dans le cas de décisions d'allocation d'actifs, une analyse solide menée par le personnel dédié à l'investissement établit et formule un cadre intellectuel cohérent d'où découlent des recommandations bien fondées. Dans le cas de décisions concernant le choix d'un gestionnaire précis, une évaluation rigoureuse de tous les aspects de l'opportunité d'investissement, y compris une enquête approfondie sur la personnalité des dirigeants de la société de gestion, est une condition *sine qua non* à l'engagement des capitaux du fonds.

Les recommandations écrites sont un moyen particulièrement utile de communiquer les idées d'investissement. Le processus d'écriture met souvent en évidence les imperfections logiques ou les lacunes. Le fait de savoir qu'un groupe critique composé de collègues et de membres du comité va lire la proposition d'investissement stimule l'exposition logique et attentive des recommandations. Un traitement par écrit le plus exhaustif possible des problèmes d'investissement rencontrés fournit un arrière-plan commun au personnel et aux membres du comité, rehaussant la qualité des discussions lors des réunions.

Des décisions plus pertinentes sortent de petits groupes de décideurs ne comprenant pas plus de trois ou quatre personnes. À mesure que s'accroît le nombre de gens impliqués dans une décision, la probabilité augmente de voir apparaître un consensus conventionnel, truffé de compromis. De toute évidence, dans le cas où le personnel est nombreux, il ne s'agit pas qu'un seul et même petit groupe prenne toutes les décisions. Par exemple, différents groupes peuvent faire des recommandations pour différentes classes d'actifs, préservant ainsi le principe des petits groupes de décideurs tout en permettant à l'organisation d'embaucher les ressources humaines nécessaires à la gestion croissante de la complexité du portefeuille et à l'augmentation des capitaux sous gestion.

Les organisations dédiées à l'investissement profitent du renouvellement permanent induit par l'arrivée de jeunes professionnels. Leur énergie, leur enthousiasme et les perspectives nouvelles dont ils sont porteurs, empêchent la moisissure de s'installer. Le processus d'apprentissage profite aussi bien à l'apprenti qu'à son formateur, car enseigner apprend autant à l'enseignant qu'à l'étudiant. Comme l'a observé James Tobin, l'économiste de Yale : « J'apprends sans cesse, à la fois des étudiants eux-mêmes et de la discipline exigeant de leur présenter clairement mes idées ». Dans une organisation bien structurée, les nouvelles embauches ont un impact positif. La délégation des responsabilités améliore la performance et accroît le plaisir de travailler.

Les caractéristiques organisationnelles

Les groupes de gestion d'investissement solides partagent un certain nombre de caractéristiques communes, les individus remarquables en constituant l'élément le plus important. En octobre 1987, le Secrétaire au Trésor Henry Paulson, alors cadre supérieur chez Goldman Sachs, s'adressa aux étudiants de la Yale School of Management, formulant le concept attractif selon lequel les individus de qualité gravitent autour des entités les plus performantes adoptant une stratégie globale, fournissant l'opportunité d'un mentorat spécialisé et encourageant l'acceptation précoce de responsabilités importantes.

Les meilleures organisations choisissent parmi une large palette d'opportunités. En examinant des allocations d'actifs non traditionnels, les investisseurs améliorent leurs chances de composer un portefeuille bien adapté aux besoins de l'institution. En étudiant des alternatives originales, ils augmentent la possibilité de découvrir le prochain actif en vogue avant qu'il ne soit éventé. En évaluant des gestionnaires qui ne présentent pas le traditionnel profil pré-formaté, ils multiplient leurs chances de rassembler un groupe motivé et séduisant de partenaires. Opérer à la périphérie des normes institutionnelles ordinaires augmente les chances de réussite.

Une vision globale facilite la compréhension des alternatives d'investissement, fournissant un contexte précieux même pour réfléchir aux choix d'investissement les plus ordinaires. Outre cette amélioration du cadre de prise de décision d'un investisseur, la vision globale augmente l'étendue du choix en matière d'investissement, améliorant la probabilité d'identifier des opportunités intéressantes. Évidemment, des possibilités plus nombreuses s'accompagnent d'un plus grand risque d'échec. Les engagements outre-mer, par exemple, ont des niveaux de risque plus élevés car la disponibilité des informations et la profondeur d'analyse sont presque invariablement inférieures à celles que l'on trouve sur le marché américain.

Le mentorat spécialisé procure une formation essentielle aux nouvelles recrues car les individus assimilent les principes de la gestion d'actifs surtout grâce à l'expérience. Bien que la formation universitaire fournisse les fondements nécessaires, les aspirants investisseurs apprennent par l'apprentissage concret, profitant d'une exposition quotidienne aux réflexions et aux activités de leurs collègues plus expérimentés.

Donner des responsabilités aux membres les plus jeunes de l'équipe fournit l'opportunité à tous les autres de diffuser leur savoir-faire dans toute l'organisation. Transmettre les principes essentiels à des collègues plus jeunes en fait plus rapidement des professionnels expérimentés, élargissant les capacités de l'organisation et ses possibilités de réussite. Et comme avantage corollaire, le processus de formation

renforce et renouvelle l'engagement de tous les participants à respecter les valeurs essentielles du groupe.

Bien qu'à la fois les individus et les organisations profitent du paradigme de Paulson concernant les entreprises performantes ayant une orientation globale et offrant un mentorat spécialisé ainsi que des responsabilités précoces, les sociétés d'investissement qui réussissent ont besoin d'une dimension supplémentaire. La plupart d'entre elles s'efforcent d'adopter une approche conventionnelle de la gestion. Mais la réussite en investissement exige une compréhension non conventionnelle des marchés.

Une forme de pensée indépendante contribue aux décisions originales. Les grosses sociétés d'investissement bureaucratiques fournissent un exemple de pratiques contre-productives dans lesquelles les techniques de recherche des gestionnaires excluent du champ d'investigation presque tous les profils intéressants. En les obligeant à remplir des formulaires de propositions de services qui exigent des quantités astronomiques d'informations, les bureaucrates encouragent les mauvais gestionnaires à se présenter. Les questionnaires interminables (qui incluent des critères minima de performance historique, de capitaux sous gestion et d'années d'expérience) sont à peu près certains d'attirer des gestionnaires conventionnels, dénués d'imagination, et aux rendements finalement décevants. Bien que les procédures bureaucratiques garantissent pratiquement les résultats médiocres, l'emploi du bureaucrate s'avère préservé, car des piles de papiers protègent chaque décision d'investissement. Les bureaucraties manquent de l'imagination et du courage nécessaires à l'exploration des chemins non conventionnels qui s'avèrent indispensables à la construction d'un programme d'investissement réussi.

La connaissance de soi joue un rôle essentiel dans l'analyse des investissements. La compréhension et l'exploitation de nos points forts contribuent de façon évidente à la performance. L'identification et la correction de nos faiblesses sont un facteur moins évident. Une évaluation honnête et sans complaisance des avantages et des inconvénients relatifs augmente la probabilité de nous voir engranger les gains et éviter les pertes.

Des discussions franches et ouvertes sur les échecs et les succès fournissent un feedback indispensable à l'amélioration des décisions. En comprenant la cause de leurs échecs, les investisseurs créent la possibilité d'éviter de refaire la même erreur. L'analyse des succès fournit les clés qui vont ouvrir les portes de la réussite future. À l'inverse, distribuer les blâmes engendre une atmosphère qui décourage la prise de risque, nuisant au processus d'investissement de manière fondamentale. Autrement dit, une culture d'entreprise positive va encourager les décideurs à découvrir de nouvelles erreurs à commettre plutôt que de répéter toujours les mêmes.

La création d'un environnement où les échecs ne coûtent pas cher encourage l'expérimentation, permettant ainsi aux décideurs de prendre des risques bien pensés, sachant que leurs pertes ne vont pas menacer leur carrière. Mais, bien sûr, le type de comportements non conventionnels associé à la réussite en investissement produit inévitablement sa part d'approximations.

Observez l'historique de l'équipe d'investissement de Yale qui a généré les résultats fabuleux de l'Université durant les deux dernières décennies. À chaque fois que Yale a lancé une nouvelle initiative majeure (par exemple, les stratégies de performance absolue, l'immobilier, l'exploitation forestière, le pétrole et le gaz, les fonds de rachat d'entreprise avec effet de levier, le capital-risque, les participations non cotées internationales, la gestion active des actions domestiques ou étrangères), nos as de l'investissement ont en premier lieu soutenu un gestionnaire qui n'a pas su tenir la distance. Et pourtant, dans chaque cas, les initiatives (appliquées ensuite par un groupe amélioré de gestionnaires) ont énormément contribué à la réussite de Yale en matière d'investissement. Encourager l'expérimentation et tolérer l'échec sont un *a priori* nécessaire au développement de stratégies gagnantes.

La collégialité joue un rôle essentiel dans la création et l'entretien d'un environnement approprié à l'investissement. Des collègues qui se soutiennent atténuent les sentiments de solitude et de vulnérabilité du contrarien, venant des échecs fréquents qui ponctuent même les programmes d'investissement les plus réussis. La compréhension des collègues enlève un peu de la douleur inhérente aux erreurs, et facilite ainsi la recherche continue d'opportunités d'investissement risquées.

Les investisseurs qui réussissent opèrent en dehors des normes. Dans des environnements institutionnels qui prisent la conformité, la recherche d'opportunités d'investissement potentiellement lucratives exige une bonne dose de force de caractère. Sans cette force, les choix d'investissement ne parviennent pas s'élever au-dessus du niveau des critères bureaucratiques ordinaires, et produisent des résultats qu'on peut facilement prévoir médiocres. En mettant en place un cadre décisionnel qui encourage les activités non conventionnelles si controversées, un dirigeant efficace pose les fondements d'un programme d'investissement réussi.

LA STRUCTURE ORGANISATIONNELLE

La nature du processus de gouvernance des institutions sans but lucratif a changé spectaculairement avec le temps. Il y a plusieurs décennies, les conseillers sélectionnaient des titres durant leurs réunions trimestrielles. Les portefeuilles,

réduits à leur plus simple expression, ne contenaient que quelques positions, permettant d'en faire facilement un tour d'horizon complet en quelques heures. Les comités d'investissement, peuplés de « grosses pointures » du secteur, apportaient souvent une connaissance directe et utile en ce qui concerne les titres à détenir.

Dans les années 60 et 70, la structure de portefeuille standard impliquait une poignée de gestionnaires externes qui suivaient habituellement des stratégies équilibrées demandant peu de suivi de la part des administrateurs. Les problèmes de gouvernance restaient semblables à ceux que rencontrait n'importe quel gestionnaire pour compte de tiers. Au lieu de suivre des dizaines de titres, le comité d'investissement vérifiait et évaluait un petit groupe de gestionnaires externes. Comme ces gestionnaires investissaient principalement dans des titres familiers sur les marchés domestiques, le processus d'investissement s'avérait être confortable aussi bien pour les conseillers que pour le personnel de l'institution.

Durant les dernières décennies, les exigences placées sur les épaules du personnel de gestion et sur celles des conseillers se sont multipliées au rythme de l'augmentation des classes d'actifs et de l'explosion simultanée du nombre de gestionnaires spécialisés. Et même en traitant correctement cette complexité toujours plus grande du monde de l'investissement, les conseillers ont rencontré un nombre croissant de problèmes liés aux institutions sans but lucratif, problèmes qui se sont avérés devenir plus vastes et plus profonds. En conséquence, de nombreuses institutions ont consacré plus de temps et d'attention à la gestion des investissements.

La structure des organisations dans le domaine de l'investissement ne parvient souvent pas à suivre le rythme des changements qui s'effectuent dans le monde. Dans de nombreux cas, les institutions sont restées enracinées dans le passé, consacrant des ressources insuffisantes au financement de la gestion d'actifs. La gestion de fonds de réserve a souffert des situations trop fréquentes où les décideurs ne passaient qu'une partie minime de leur temps à superviser le destin de centaines de millions de dollars. Ne pas embaucher suffisamment de personnel spécialisé, c'est faire des économies de bouts de chandelle pour au final perdre gros. Pour chaque point de pourcentage annuel ajouté aux rendements de l'investissement, un fonds de réserve de 500 millions de dollars génère 5 millions de plus par an. Les coûts d'une organisation de qualité pâlissent en comparaison de la valeur ajoutée à la performance.

Le fait d'attirer et de payer des professionnels de l'investissement talentueux pose des difficultés aux institutions sans but lucratif. Dans le secteur privé, les professionnels des services financiers gagnent des sommes astronomiques. À l'inverse, comme c'est le cas pour la plupart des employés des organisations sans but lucratif, les financiers y travaillant gagnent beaucoup moins que leurs confrères du secteur

privé. La combinaison d'une échelle de salaires plus basse dans les organisations sans but lucratif et de rémunérations extraordinaires dans le secteur privé, crée des tensions potentielles au sujet des rémunérations dans la communauté des organisations sans but lucratif.

Des entreprises de gestion distinctes

Pour traiter ce problème des rémunérations, un certain nombre d'universités ont mis sur pied des entreprises distinctes de gestion du fonds de réserve. Le problème fondamental qu'on rencontre avec cette séparation organisationnelle (et dans certains cas physique) concerne la tendance à traiter la société de gestion comme une simple entité d'investissement. Une gestion appropriée du fonds de réserve exige de considérer à la fois les politiques d'investissement et de prélèvement, avec une attention toute particulière à la façon dont elles interagissent. Ce travail risque fort de ne pas être bien fait si la société de gestion n'a en charge que les décisions d'investissement pendant que d'autres personnes déterminent la politique de prélèvement.

En fait, la gestion du fonds de réserve s'améliore lorsque les opérations d'investissement sont intégrées à l'institution elle-même. Plus le degré d'interaction est élevé entre les gestionnaires du fonds de réserve et le reste de l'organisation éducative, plus les professionnels de l'investissement sont crédibles lorsqu'ils discutent et recommandent une politique de prélèvement. Dans les universités, les domaines d'interaction comprennent l'enseignement universitaire donné par les gestionnaires, la recherche de conseils économiques auprès des enseignants, le travail avec le département du développement, et la contribution à l'analyse des questions financières indépendantes de l'investissement. Mise à part la contribution du département de l'investissement à l'amélioration de l'organisation dans son ensemble, l'interaction avec d'autres aspects de l'institution augmente la satisfaction professionnelle du personnel dédié à l'investissement.

Ironiquement, la mise en place d'entreprises de gestion distinctes afin de faciliter une rémunération supérieure des financiers embauchés, exacerbe parfois le problème. Une plus grande séparation conduit à une identification moins importante à l'institution, diminuant la gratification psychologique issue du soutien à la mission humaine. Cette gratification perdue doit être remplacée par des espèces sonnantes et trébuchantes, diminuant un peu plus encore le lien entre la société de gestion et le reste de l'institution.

La Stanford Management Company

Les difficultés traversées en 2007 par la Stanford Management Company illustrent à merveille les problèmes entourant la rémunération des professionnels de l'investissement au sein d'une institution d'enseignement. Dans les années 90, l'Université de Stanford a mis en place sa gestion du fonds de réserve comme une organisation physiquement et psychologiquement distincte du campus universitaire. L'équipe d'investissement occupait des locaux parmi les plus chers du monde à Sand Hill Road, juste à côté des bureaux de Kleiner, Perkins, Caufield & Byers. Pendant la majeure partie des années 90, Laurie Hoagland a mené avec brio les opérations d'investissement de Stanford, qui ont généré des résultats régulièrement excellents. Mike McCaffrey, ancien directeur général de la banque d'investissement Robertson Stephens, lui succéda à la tête du portefeuille de Stanford en septembre 2000, continuant le travail effectué par Hoagland et gérant avec efficacité le portefeuille dans cette période difficile qui suivit l'éclatement de la bulle internet en mars 2000.

Mais McCaffrey eut des difficultés avec les contraintes de rémunération imposées par l'organisation sans but lucratif. Il découvrit que ses employés étaient confrontés à un déluge d'offres d'emploi émanant du secteur privé. Frustré par le turnover de son personnel, il chercha les moyens d'augmenter la rémunération de celui-ci afin de mieux pouvoir le retenir. Il lui vint l'idée d'utiliser la Stanford Management Company pour gérer des capitaux extérieurs à l'Université afin de lui procurer des revenus permettant d'améliorer les salaires de ses collaborateurs.

McCaffrey élabora un projet qu'il présenta au conseil d'administration de Stanford. Son idée faisait des progrès encourageants, s'attirant à la fois le soutien des conseillers de l'Université et l'intérêt d'investisseurs privés et institutionnels. Au dernier moment, pourtant, McCaffrey décida de ne pas aller de l'avant, à cause du manque d'enthousiasme de Stanford.

Paul Allen, le co-fondateur de Microsoft, s'était intéressé à l'affaire et espérait pouvoir confier une partie de sa fortune considérable à l'équipe de Stanford. Ne se laissant pas décourager par le manque d'enthousiasme de Stanford, McCaffrey et Allen formèrent une nouvelle entreprise, Makena Capital, afin de poursuivre le travail de gestion au sein d'une entité indépendante. Deux cadres supérieurs de la Stanford Management Company ont rejoint McCaffrey à Makena Capital, laissant ainsi un grand vide à la tête de l'équipe d'investissement de l'Université. Makena leva rapidement pour plus de 7 milliards de dollars de fonds, dont 1,5 milliard provenant de Paul Allen, une réussite étonnante pour une start-up.

Parmi les perturbations créées par le départ de l'équipe d'investissement de Stanford, la plus importante concerne la culture de l'organisation. En fonctionnant

moins comme une organisation sans but lucratif et davantage comme une banque d'investissement où la rémunération compte plus que tout, la Stanford Management Company n'est pas parvenue à embaucher des employés qui s'identifiaient à la mission institutionnelle de Stanford. Au lieu de dénicher des professionnels qui souhaitaient un bon salaire et la reconnaissance d'une des plus grandes institutions éducatives du monde, Stanford a attiré des décideurs qui n'étaient là que pour l'argent. Inévitablement, les bas salaires offerts par l'organisation sans but lucratif menèrent à un turnover élevé parmi ces gens qui désiraient des rémunérations dignes de Wall Street.

Une équipe stable et cohérente donne une force considérable au processus d'investissement. Mis à part les avantages évidents de la continuité dans la gestion du portefeuille, les professionnels de l'investissement qui s'identifient à la mission de l'organisation et qui deviennent partie prenante de sa culture, servent beaucoup les besoins de l'institution. L'incapacité de la Stanford Management Company à créer une culture interne cohérente avec la mission de l'Université a finalement imposé des coûts significatifs à l'un des plus grands établissements d'enseignement du monde.

Les institutions n'ont pas besoin de mettre en place des sociétés de gestion distinctes pour traiter les problèmes de rémunération. Des exceptions peuvent être faites par rapport aux grilles habituelles pour pouvoir payer des salaires raisonnables et compétitifs, en y incluant des primes de performance, sans pour autant provoquer la fracture radicale induite par la création d'une entité juridique séparée. Même si gérer ces négociations au sein de l'université pose parfois des difficultés, elles n'ont pas l'ampleur des problèmes associés à la séparation complète de la société de gestion.

Bien que le désir de créer une échelle de salaire différente pour les professionnels s'occupant des investissements de l'université semble motiver la mise en place d'une société de gestion distincte, la vision d'une amélioration de la gouvernance contribue également à la décision. À mesure que l'étendue et la complexité des alternatives d'investissement s'accroissent, le besoin en conseillers responsables de la supervision des opérations d'investissement augmente également. Le fait de mettre en place une société de gestion distincte permet à l'institution de rechercher au-delà du groupe de conseillers existants, lors de la sélection d'administrateurs chargés de superviser la gestion du fonds de réserve.

Pourtant, les problèmes de gouvernance peuvent être traités sans créer une société de gestion distincte. Depuis sa création en 1975, le Comité d'Investissement de Yale s'est ouvert à des conseillers externes afin d'aider à la gouvernance. L'utilisation de conseillers externes, qui apportent des inspirations et des perspectives précieuses au processus d'investissement, évite d'avoir à créer une société de gestion distincte pour pouvoir agrandir l'équipe chargée de la gouvernance. Avantage

supplémentaire, le recours à des conseillers non membres du comité d'investissement donne à une institution l'opportunité de rencontrer un groupe intéressant de personnes capables de la servir. En fait, à Yale, plusieurs conseillers externes du comité d'investissement sont devenus administrateurs de l'Université.

La mise en place d'une gouvernance et d'une structure de rémunération appropriées pour les organisations chargées de la gestion du fonds de réserve pose un ensemble de problèmes difficiles à résoudre, car les différences radicales de rémunération existant entre le secteur privé et les activités non lucratives créent des tensions inévitables. Bien que la mise en place de filiales distinctes pour la gestion des fonds de réserve puisse résoudre certains problèmes de supervision et de rémunération, la séparation physique et psychologique qui l'accompagne impose des coûts significatifs à l'institution. Le traitement des questions de gouvernance et de rémunération au sein même de l'institution constitue une solution plus susceptible de produire des résultats en accord avec les besoins de celle-ci.

L'UTILISATION D'INTERMÉDIAIRES

Dans un effort de poursuivre un programme de gestion active sans y engager le temps, l'énergie et les ressources nécessaires, de nombreuses institutions prennent le raccourci qui consiste à utiliser un fonds de fonds ou un consultant externe. Malheureusement, l'utilisation d'intermédiaires (au lieu d'une équipe interne de professionnels de l'investissement) conduit à des résultats médiocres, car les intérêts du gestionnaire de fonds de fonds ou du consultant divergent inévitablement de ceux de l'investisseur institutionnel.

La compréhension profonde des marchés basée sur une interaction significative entre le département des investissements et les gestionnaires externes fournit le fondement le plus solide de la réussite des investissements. L'utilisation d'un gestionnaire de fonds de fonds ou d'un consultant externe place un filtre entre ceux qui portent la responsabilité des capitaux et ceux qui prennent les décisions d'investissement. Sans la confiance générée par la compréhension profonde et directe des opportunités du marché et des activités du gestionnaire, les investisseurs jugent la compétence des agents extérieurs principalement à leur performance chiffrée, qui constitue une mesure insuffisante, incertaine et parfois perverse. Les risques associés à la distance entre les administrateurs et les gestionnaires font que les fonds de fonds et les consultants doivent être envisagés avec le plus grand scepticisme.

Les fonds de fonds

Les gestionnaires de fonds de fonds fournissent le service qui consiste à prendre les décisions d'investissement à la place des administrateurs. En rassemblant les fonds d'investisseurs moins sophistiqués, les gestionnaires de fonds de fonds font valoir que des économies d'échelle permettent à leur personnel de gérer les capitaux à la manière des institutionnels. Les sociétés proposant des fonds de fonds sont des créateurs multi-produits qui permettent aux clients de choisir parmi des niches spécialisées incluant presque toutes les classes d'actifs imaginables.

En fournissant des services de sélection et de suivi des gestionnaires, les grands fonds de fonds suggèrent qu'ils permettent aux petites organisations de profiter de stratégies d'investissement qu'elles ne pourraient autrement pas mettre en œuvre. Les organisations plus grandes espèrent parfois profiter de l'utilisation des fonds de fonds pour avoir accès à des niches de marché inhabituelles.

Malgré les avantages supposés de l'utilisation de gestionnaires de fonds de fonds, des risques importants naissent du fait d'imposer un filtre entre le gestionnaire de fonds et le client final. Indépendamment du niveau d'information fourni par le gestionnaire du fonds de fonds, la transparence dans la relation d'investissement décline spectaculairement. Les clients incapables ou ne désirant pas comprendre les caractéristiques d'un gestionnaire sélectionné ne se reposent que sur la performance pour évaluer les stratégies d'investissement. Lorsque les résultats déçoivent, les clients ne s'interrogent pas seulement au sujet du gérant du fonds lui-même, mais également sur les compétences du gestionnaire de fonds de fonds.

Confronté à des performances médiocres, le client perd les avantages associés à la délégation de ses responsabilités au gestionnaire de fonds de fonds. La compréhension des causes de résultats médiocres exige une investigation sérieuse des sociétés de gestion concernées, tâche que les administrateurs espéraient éviter. Sans connaissance de première main des gestionnaires sélectionnés, les clients n'ont pas d'autre alternative que de réagir aux chiffres, exposant leur portefeuille à la perspective désastreuse qui consiste à vendre au plus bas après avoir acheté au plus haut.

Lorsqu'ils utilisent des gestionnaires de fonds de fonds, les investisseurs doivent rechercher des sociétés dont les critères professionnels et éthiques sont compatibles avec les leurs. La délégation du pouvoir d'engager des gestionnaires externes est d'une importance extrême. Même des gestionnaires réputés de gros de fonds de fonds prennent de temps en temps des décisions extraordinairement inappropriées. Il y a plusieurs années, un véhicule d'investissement dans les participations non cotées fut lancé par un fonds multi-milliardaire. Ses dirigeants réfléchissaient à engager une personne qui devait gérer un programme d'investissement dans le pétrole et le gaz.

Mis à part le fait que le CV de cette personne ne démontrait pas d'expérience suffisante dans le domaine, un casier judiciaire chargé assombrissait son passé. Convaincu de trafic de drogue, le gestionnaire pressenti avait également été arrêté pour violence conjugale.

La plupart des investisseurs, confrontés à cet ensemble de faits, auraient éliminé ce candidat. Même dans les meilleures circonstances, l'investissement représente un défi de taille. Le fait d'embaucher un collaborateur inexpérimenté possédant un casier judiciaire chargé, augmente considérablement les difficultés.

Qu'est-ce qui a motivé les dirigeants à soutenir cette candidature d'un gestionnaire sous-qualifié à la personnalité douteuse ? Bien qu'il doive s'agir d'un ensemble complexe de raisons, une réponse évidente apparaît. Les gestionnaires de fonds de fonds justifient leur existence en partie en effectuant des choix non conventionnels. Embaucher un gestionnaire lambda produit moins de valeur ajoutée que dénicher des gestionnaires émergents dont la plupart des acteurs du marché ignorent l'existence.

Finalement, le fonds de fonds décida d'ouvrir à l'ancien trafiquant de drogue les portes du métier d'investisseur dans le secteur de l'énergie. Non contente de simplement soutenir cet individu comme elle l'aurait fait pour tout gestionnaire correspondant à ses critères, l'organisation décida de lui confier la totalité de son fonds Energie. La vie est trop courte pour perdre son temps à parier gros sur un individu au passé douteux, alors que le monde propose d'innombrables alternatives de meilleure qualité.

Autre exemple extraordinaire, celui de Paloma Partners, un fonds de fonds multimilliardaire, qui engagea John Mulheren de Buffalo Partners afin qu'il gère un portefeuille d'arbitrage. Mulheren était devenu célèbre en février 1988 lorsqu'il s'était procuré un fusil d'assaut israélien, un pistolet semi-automatique de calibre 9, un pistolet Magnum et trois cents cartouches de munitions dans l'intention de descendre Ivan Boesky. Alerté par l'épouse de Mulheren, la brigade spéciale de l'État de New Jersey l'arrêta, évitant ainsi une probable tragédie[1].

Comme Paloma Partners refuse de dévoiler les noms des gestionnaires qu'il engage, même à ses clients, la plupart de ceux-ci ignoraient cette relation. Apprenant l'implication de Mulheren dans le fonds de fonds, un client potentiel accusa la société en affirmant que cet investissement ne correspondait pas aux critères institutionnels. Paloma Partners répondit : « Mulheren est un excellent gestionnaire quand il prend son Valium ».

Ajouter un filtre supplémentaire au processus de gestion en diminue la transparence, ce qui pose de sérieux problèmes aux investisseurs. Au lieu de se reposer sur

---

1. James B. Stewart, *Den of Thieves*, New York, Touchstone, 1992, 421.

les décisions d'une autre personne concernant les investissements, l'investisseur doit se fier à la décision de quelqu'un sur la capacité de quelqu'un d'autre à prendre les décisions d'investissement ultimes. Bien que le fait de s'engager avec des trafiquants de drogue ou des assassins en puissance soit un exemple extrême de manque de discernement, ces incidents soulignent le risque inhérent à l'utilisation d'intermédiaires dans la prise de décision. Plus nombreux sont les filtres, plus grande est la probabilité que les résultats s'éloignent des préférences de l'investisseur.

Outre les problèmes de transparence et de délégation de l'autorité, les fonds de fonds souffrent de structures de rémunération particulièrement lourdes. Dans le monde de la gestion active, la majorité des capitaux ne parviennent pas à rapporter des rendements ajustés au risque supérieurs à ceux du marché, car la certitude des frais de gestion et des coûts de transaction submerge la fausse promesse de succès. Dit simplement, le gestionnaire du fonds de fonds ajoute encore une batterie d'honoraires à des charges déjà écrasantes, réduisant un peu plus les chances de réaliser une performance supérieure à celle du marché.

En plus de ces frais supplémentaires, le fonds de fonds est confronté à des difficultés dans sa sélection des gestionnaires, ce qui limite encore son choix. Les gestionnaires de fonds préfèrent largement avoir affaire directement aux apporteurs de capitaux. Les fonds de fonds sont une source de financement qui manque de souplesse et de fiabilité, car ils ne contrôlent pas directement les capitaux qu'ils utilisent pour s'engager. Comme les meilleurs gestionnaires jouissent d'une plus grande faculté de choisir leurs clients, les fonds de fonds livrent une bataille incertaine pour pouvoir accéder aux sociétés de gestion les plus performantes.

La discrimination contre les fonds de fonds ne s'effectue pas ouvertement, car les gestionnaires prudents pensent au jour où ils auront besoin de leur argent, aussi instable qu'il soit. Prenant une position publique à ce sujet, fait rare dans le métier, la société de capital-risque mondialement réputée Sequoia Capital élimina en 2006 tous les fonds de fonds de sa base de clientèle[1]. En révélant publiquement ce que de nombreux gestionnaires pratiquent en privé, Sequoia Capital mit en évidence le problème du choix proposé aux fonds de fonds.

Une preuve de la sous-performance des fonds de fonds nous vient de l'étude faite en 2006 par Nacubo Endowment[2]. Les gros fonds de réserve (dont les capitaux dépassent 1 milliard de dollars) ont fait état de rendements des fonds alternatifs de 11 % pour l'année se terminant le 30 juin 2006. Les petits fonds de réserve (aux capitaux compris entre 25 et 50 millions de dollars) ont fait état de rendements des

1. *Private Equity Analyst*, Août 2006, 32.
2. TIAA-CREF, *2006 NACUBO Endowment Study*, www.nacubo.org.

fonds alternatifs de 8,2 %. Qu'est-ce qui fait la différence ? Les fonds de fonds ont vraisemblablement participé à la performance médiocre des petits fonds de réserve. D'après l'étude, seulement 2,7 % des gros fonds de réserve utilisaient des fonds de fonds, au lieu de 47 % pour les petits. Apparemment, il existe une relation ente l'utilisation des fonds de fonds et les performances médiocres.

Une preuve supplémentaire de la performance médiocre des fonds de fonds nous vient d'une étude réalisée par Josh Lerner de Harvard, Antoinette Schoar du MIT et Wan Wong de Harvard. Dans leur livre *Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle*, les auteurs examinent les performances des fonds de participations non cotées sélectionnés par différentes catégories d'investisseurs. Les rendements des fonds sélectionnés par les fonds de réserve ont produit « de loin la meilleure performance globale » avec un rendement moyen de 20 %. Les fonds de fonds ont échoué misérablement, sélectionnant des gestionnaires au rendement moyen négatif de -2 %[1]. La recherche universitaire confirme une intuition *a priori*. Les investisseurs feraient bien d'éviter les fonds de fonds, en se basant sur les problèmes de transparence, de discernement, d'honoraires et de limitations dans le choix.

Les sociétés de conseil

Cherchant à étayer leurs ressources internes, de nombreuses institutions engagent des sociétés de conseil pour les aider dans le processus d'investissement. La notion de l'utilisation de ressources externes qualifiées apparaît à de nombreux administrateurs comme un moyen sensé de traiter la complexité que représente la gestion d'un portefeuille. Malheureusement, la dynamique inhérente au métier de consultant conduit souvent à des performances médiocres pour le client.

Les sociétés de conseil maximisent leurs profits en donnant le même conseil au plus grand nombre de clients possible. Dans le monde de l'investissement, qui exige des portefeuilles taillés sur mesure selon les préférences des institutions en termes de risque et de rendement, une approche à la louche s'avère inadaptée. Les clients doivent soit identifier une société de conseil qui est attentive à des objectifs autres que la seule maximisation de ses profits, soit gérer sa relation avec elle de façon à obtenir un conseil taillé sur mesure.

---

1. Josh Lerner, Antoinette Schoar, et Wan Wong, "Smart Institutions, Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle", Harvard University, National Bureau of Economic Research, and MIT (2005): 15–16.

Les consultants expriment des visions conventionnelles et font des recommandations sécurisées. Comme ils adoptent rarement des points de vue non conventionnels, ils rassurent les comités d'investissement. Les décideurs dorment alors sur leurs deux oreilles, sachant qu'une société de conseil renommée a béni la stratégie d'investissement choisie.

La sélection de gestionnaires à partir de la liste interne de recommandations approuvées par le consultant, n'est pas une opération très utile à l'identification des candidats susceptibles de produire des performances futures intéressantes. Aucun consultant soucieux de sa carrière ne va s'aventurer à recommander un gestionnaire débutant, avec tous les risques organisationnels et financiers que cela comporte. Comme les consultants cherchent à réduire les coûts d'identification et de suivi des gestionnaires, ils ne recommandent que des professionnels bien établis qui ont la possibilité (sinon le talent) de gérer des capitaux importants. Et les clients se retrouvent investis dans des sociétés de gestion énormes orientées sur la collecte d'honoraires, au lieu de petites entreprises dynamiques et souples orientées sur la performance.

Malheureusement, la dynamique économique du consulting entraîne une divergence extraordinaire entre les intérêts du consultant et ceux de son client. La demande croissante pour les services de conseils exige que les clients restent dépendants du consultant, réduisant la motivation de ce dernier à autonomiser ses clients. Dans les cas les plus extrêmes, les consultants recommandent des programmes d'investissement qui, bien qu'ils respectent en apparence les intérêts du client, ne servent en fait qu'à assurer au consultant des revenus réguliers. Par exemple, les consultants en participations non cotées recommandent parfois à leurs clients des programmes de co-investissement direct qui sont de toute évidence mal ficelés par rapport à leur capacité de gestion. En effet, le client ne peut prendre aucune décision d'orientation de ses investissements sans assistance ; comment pourrait-il prendre une décision encore plus difficile d'investissement direct ? Accompagnant sa recommandation de co-investissement, le consultant propose ses services de sélection et de suivi. S'il réussit, il verrouille une combinaison de services de sélection des participations non cotées, de conseil en co-investissement et de suivi, créant ainsi une rente annuelle pendant toute la durée de vie du programme d'investissement.

Dans un développement encore plus troublant, de nombreuses sociétés de conseil proposent maintenant des services de gestion de fonds de fonds. Le concept tout entier repose sur un conflit d'intérêts irréductible dans lequel le consultant soi-disant objectif recommande à son client de l'engager comme gestionnaire de ses actifs. La combinaison d'une société de conseil veillant à ses propres intérêts et du métier structurellement biaisé des fonds de fonds conduit à des perspectives épouvantables pour le client.

Un ancien consultant résume ainsi les problèmes inhérents au métier :

> 95 % des institutions se reposent sur l'intervention annuelle d'un consultant ayant quatre ans d'expérience qui effectue une recherche de gestionnaire coûtant 18 000 dollars, sélectionne un gestionnaire qui recherche des fonds à gérer, a derrière lui trois années de performance satisfaisante (combien de fois avez-vous vu un consultant ou un comité d'investissement choisir un gestionnaire ayant derrière lui trois années de performance médiocre ?), et applique des honoraires normaux. Ce scénario se répète quotidiennement dans le monde des fonds de réserve et des fondations. Ces mêmes institutions vont se dégager du gestionnaire, qu'elles connaissent à peine par le biais de sa présentation annuelle aux clients, dès qu'il sous-performe pendant deux années consécutives.
>
> Les consultants, pour des raisons de chiffre d'affaires, ne peuvent pas perdre leur temps avec des gestionnaires qui limitent leur base de clientèle. Il n'y a en effet aucune économie d'échelle à faire dans ce cas. Si un gestionnaire extrêmement brillant ne peut accepter que 50 ou 100 millions de dollars supplémentaires par an, un consultant ne va pas s'y intéresser. C'est pourquoi les consultants se tournent vers les gros gestionnaires ayant une structure de rémunération traditionnelle et qui ont la capacité de gérer des capitaux importants.

Interposer des consultants entre les investisseurs et les gestionnaires externes crée tout un ensemble de problèmes issus de la déconnection entre les motivations de profit de la société de conseil et les objectifs d'investissement de son client. Bien que les sociétés de conseil soient une alternative rapide au travail pénible de création d'un département d'investissement, le résultat final est décevant, comme c'est le cas pour beaucoup de raccourcis.

LE PROCESSUS DE PRISE DE DÉCISION

Les procédures intelligentes de prise de décision mettent l'accent sur les problèmes rencontrés par le comité d'investissement et le personnel dédié. Charley Ellis fournit une catégorisation pertinente des différentes décisions de gestion de portefeuille. Les décisions en matière de politique d'investissement concernent les questions à long terme, qui nourrissent le cadre structurel du processus d'investissement. Les décisions stratégiques sont des activités à moyen terme conçues pour

adapter la politique à long terme aussi bien aux opportunités actuelles du marché qu'aux réalités de l'institution. Les décisions tactiques correspondent à l'application à court terme de la politique d'investissement et des stratégies citées plus haut.

Dans son livre magnifique, *Winning the Loser's Game*, Ellis déplore le fait que les décideurs passent trop de temps sur les décisions relativement passionnantes concernant les tactiques et le trading aux dépens des décisions de politique d'investissement, plus terre à terre mais plus importantes[1]. Un processus de prise de décision centré sur l'élaboration de décisions de qualité en matière de politique d'investissement augmente les chances de gain d'un investisseur.

La focalisation sur les objectifs de la politique d'investissement

Les objectifs d'allocation de la politique d'investissement sont au cœur du processus d'investissement. Aucun autre aspect de la gestion de portefeuille ne joue un rôle plus important dans la détermination de la performance finale d'un fonds. Aucune autre description n'en dit autant sur les caractéristiques de ce fonds. L'établissement d'un cadre de gouvernance centré sur les décisions en matière de politique d'investissement constitue le devoir fondamental de tout investisseur. En l'absence de processus discipliné et rigoureux de définition des objectifs de l'allocation d'actifs, la gestion efficace d'un portefeuille devient impossible.

Une discussion sérieuse sur les objectifs de l'allocation d'actifs exige une préparation attentive. Durant la réunion précédant le tour d'horizon annuel, les membres de l'équipe d'investissement présentent au comité une brève description des questions qu'ils ont l'intention d'approfondir. Le président du comité devrait encourager ses membres à suggérer des problèmes auxquels le personnel dédié à l'investissement pourrait alors réfléchir en même temps qu'aux sujets qu'il amène. Un processus bien structuré sous-tend une prise de décision pertinente.

Les objectifs de l'allocation d'actifs devraient être révisés une fois (et seulement une fois) par an. En concentrant sur une seule réunion la discussion concernant la politique d'investissement, les décisions d'investissement les plus importantes reçoivent la plus grande attention de la part du comité et du personnel dédié à l'investissement. Le plus important est peut-être de limiter les discussions concernant

1. Charles D. Ellis, *Winning the Loser's Game: Timeless Strategies for Successful* Investing, 4e éd. Mc-Graw-Hill, 2002.

la politique d'investissement à cette seule réunion, car cela diminue le risque de décisions malheureuses prises en réaction émotionnelle aux vagues de panique ou d'euphorie qui s'abattent régulièrement sur les marchés.

Yale et le krach de 1987

Le krach du marché actions d'octobre 1987 a mis sous pression et bousculé les processus de décisions d'investissement. Yale a bien sûr ressenti cette pression. Bien que l'Université ait toujours suivi un programme de réunions trimestrielles depuis la création du comité d'investissement en 1975, deux réunions extraordinaires se tinrent fin 87 et début 88, en réaction au krach. Même si, au moment de ces réunions, les cours des actions étaient sensiblement plus bas et ceux des obligations bien plus élevés que lors de la réunion annuelle de révision de la politique d'investissement qui s'était tenue en juin 1987, le comité a étudié la possibilité d'augmenter l'allocation aux obligations au détriment des actions.

Yale a effectué fin octobre, suite au krach, un achat raisonné de rééquilibrage portant sur 10 millions de dollars d'actions, financé par la vente correspondante de 10 millions de dollars d'obligations. Dans le contexte morose de fin 1987, cette décision de Yale paraissait bien imprudente. D'autres institutions non seulement diminuèrent leurs positions sur les actions à cause de la baisse du marché, mais réduisirent encore leur exposition aux actions par des ventes effectuées en novembre et décembre. De telles ventes semblaient prudentes dans un environnement où le *New York Times* publiait un graphique hebdomadaire qui mettait en parallèle l'évolution du cours des actions en 1987 et celle des années 1929 à 1932.

La dynamique interne du comité de Yale s'avéra difficile à gérer. Dans une note écrite, l'un des membres du comité caractérisa l'allocation d'actifs de Yale de « super agressive » et même « à la limite extrême de l'agressivité ». Citant les perspectives à court terme des analystes, il déclara que si Yale avait raison en ce qui concerne son positionnement agressif sur les actions, cela ne rapporterait à l'Université que peu de crédit, mais que si elle avait tort, l'Université serait à jamais « vouée à l'enfer de l'opprobre ». Convaincu que « les événements des six derniers mois avaient altéré les perspectives à long terme des marchés actions », ce membre du comité concluait que les hypothèses de rendement espéré de l'Université étaient exagérément optimistes. Il suggérait donc qu'aussi bien les considérations à court terme que les perspectives à long terme exigeaient un ajustement à la baisse de l'allocation actions de Yale. Un autre membre du comité, plus porté sur l'analyse, se demandait si l'augmentation de la volatilité historique n'avait pas rendu les actions relativement moins

attractives[1]. En remettant en question les hypothèses qui avaient été examinées lors de la réunion annuelle de révision de la politique d'investissement, tenue seulement quatre mois plus tôt, ces membres du comité exposaient Yale au risque d'un renversement de stratégie particulièrement inapproprié.

Après beaucoup de *Sturm und Drang*[2], Yale a maintenu ses objectifs de politique d'investissement, engrangeant des plus-values intéressantes sur son achat post-krach. Malgré la réussite de l'Université, les discussions en coulisses illustrent le danger potentiel qu'il y a à réviser trop souvent la politique d'investissement, surtout au beau milieu d'une crise du marché. Bien que le traumatisme issu du krach du marché actions de 1987 ait poussé l'Université à transgresser sa règle de limiter les discussions sur la politique d'investissement à une réunion par an, l'application rigoureuse d'une politique sensée a finalement contribué à la poursuite de stratégies efficaces dans un environnement difficile.

Quoique les activités du comité paraissent rétrospectivement inoffensives, ses prises de position auraient pu entraîner dans d'autres circonstances des conséquences graves pour le personnel dédié aux investissements. En particulier, la note extraordinaire de l'un des membres du comité contenant une critique très vive des objectifs de la politique d'allocation, contenait des accents menaçants. Si le marché n'avait pas rebondi assez rapidement, les membres du personnel d'investissement impliqués dans l'achat de rééquilibrage auraient pu en pâtir dans leur carrière.

Les questions stratégiques et tactiques

Bien que la réunion du comité sur la politique d'allocation soit un point essentiel du processus d'investissement, d'autres réunions traitent de questions stratégiques importantes. Après la clôture de l'année fiscale, une réunion consacrée à l'évaluation du portefeuille étudie les caractéristiques et la performance du fonds de réserve ainsi que de chaque classe d'actifs. Le rapport qui suit ce tour d'horizon du portefeuille décrit en profondeur chaque classe d'actifs, replaçant ses résultats dans le contexte des conditions de marché et identifiant les facteurs qui influencent les opportunités d'investissement. Le positionnement d'une classe d'actifs par rapport à son indice de référence et en regard de ses caractéristiques fondamentales (comme la taille, le

1. Le krach du marché actions de 1987 représentait une déviation standard de 20. Les estimations rétrospectives de la volatilité augmenteraient naturellement pour des périodes incluant les données extraordinaires d'octobre 1987.
2. En allemand dans le texte (NdT).

secteur ou le style) met en évidence les paris effectués au sein du portefeuille et les évaluent rétrospectivement et prospectivement. Les efforts de la gestion active sont évalués sous la forme de rapports détaillés pour chaque gestionnaire. Les évaluations de chaque gestionnaire n'incluent pas seulement sa performance mais aussi des informations sur sa communication, sa transparence, sa structure de rémunération et son niveau de co-investissement. L'analyse des points forts et des faiblesses des stratégies appliquées au sein du portefeuille conduit à concevoir les futurs projets d'amélioration de sa gestion. Par sa nature, la réunion d'évaluation du portefeuille fournit un tour d'horizon rétrospectif et un plan stratégique pour l'avenir.

Les deux autres réunions trimestrielles sont généralement centrées sur des sujets précis, impliquant souvent une analyse approfondie d'une classe d'actifs spécifique. Les réunions centrées sur une classe d'actifs creusent en profondeur afin de fournir une vision très détaillée, permettant ainsi aux membres du comité et au personnel dédié à l'investissement d'évaluer sérieusement chaque aspect de la gestion de cette classe d'actifs. Les évaluations concernant la prise de décision considèrent l'impact des paris effectués par rapport à la taille, au secteur et au style. Un travail particulièrement efficace va bien au-delà de l'évaluation traditionnelle des performances, en examinant les rendements des gestionnaires dont on s'est séparé. En évaluant la performance des gestionnaires abandonnés par rapport à leur indice de référence et aux résultats du portefeuille, les enquêteurs recueillent des informations sur la pertinence des ruptures de contrats, un sujet inconfortable souvent ignoré après l'accomplissement de la tâche difficile qui consiste à rompre une relation.

Le tour d'horizon des classes d'actifs fournit une occasion pour les gestionnaires externes d'engager avec le comité d'investissement et le personnel dédié une discussion sur les problèmes importants de marché. Bien que les investisseurs avisés évitent le trop fréquent « concours de beauté » (durant lequel les gestionnaires font une présentation de leur activité difficile à distinguer d'une mise en scène destinée à séduire), les membres du comité d'investissement tirent un grand profit d'une discussion face à face avec les gestionnaires. La création d'un forum dédié à l'interaction vivante entre les gestionnaires et les membres du comité ajoute de la valeur au processus d'investissement. Mais, au lieu de permettre aux gestionnaires de présenter des évaluations de portefeuille toutes faites, le personnel dédié doit structurer le dialogue afin de stimuler la discussion ouverte sur l'approche spécifique de chaque gestionnaire face aux pièges et aux opportunités de sa classe d'actifs.

Occasionnellement, les réunions du comité traitent des problèmes de marché qui concernent toutes les classes d'actifs. Par exemple, la débâcle de l'épargne et du crédit à la fin des années 80 a influencé fortement les participations non cotées, l'immobilier et les stratégies de performance absolue. À la fin des années 90, la

folie internet a affecté les investissements dans les titres cotés, dans les participations non cotées et dans les stratégies de performance absolue. La focalisation de l'attention sur les nombreuses implications d'un phénomène de marché particulier améliore la capacité d'un département d'investissement à poursuivre des stratégies intéressantes et à identifier les risques cachés.

Les investisseurs efficaces restent concentrés sur les objectifs à long terme de la politique d'investissement, faisant du tour d'horizon annuel de l'allocation d'actifs la pièce maîtresse des préoccupations d'un fonds d'investissement. Consacrer la réunion qui suit la clôture de l'année fiscale à une revue approfondie des caractéristiques et de la performance du portefeuille permet d'établir un rapport détaillé du passé et une carte routière pour l'avenir. Les deux réunions intermédiaires permettent l'examen approfondi d'une classe d'actifs particulière ou d'une opportunité d'investissement intéressante. S'en tenir à un planning des réunions bien défini procure une structure de prise de décision efficace et réduit le risque que le comité et le personnel dédié n'agissent de manière indisciplinée.

LES DÉFIS DE LA PRISE DE DÉCISION

Un processus efficace de gestion du fonds de réserve encourage l'investissement à long terme. L'universalité avec laquelle les investisseurs proclament leur orientation sur le long terme n'a d'égale que leur propension à se laisser guider par des décisions à court terme. Peut-être la nature humaine impose-t-elle que les problèmes du court terme submergent les considérations à long terme. Les horizons d'investissement rétrécissent avec le traumatisme d'une perte inattendue, le désir d'une gratification immédiate et le besoin compétitif de gagner.

Le désir humain d'apporter une contribution visible réduit l'horizon d'investissement. Comme le personnel dédié et les conseillers souhaitent imprimer leur marque sur le portefeuille, des problèmes peuvent surgir lorsque l'horizon d'investissement du fonds dépasse la durée du mandat d'un conseiller ou d'un employé. En gérant des actifs destinés à la perpétuité, une reconnaissance explicite de la discontinuité entre les horizons de temps personnels et ceux de l'institution facilite la prise de décision efficace. La continuité de la forme de gestion et de gouvernance fournit également une réponse pratique à ce problème.

Les investisseurs cherchant la réussite à court terme seront vraisemblablement frustrés par les marchés trop efficients pour permettre des gains faciles. Même si les gestionnaires trouvent des opportunités à exploiter à court terme, ils se retrouvent

comme sur un manège. À mesure que les investisseurs exploitent avec succès une inefficience à court terme, celle-ci doit être remplacée par une autre position, suivie par une autre, puis par une autre, et ceci jusqu'à l'infini. La création de plus-value par une série d'investissements à court terme est un travail difficile et risqué. De plus, les gestionnaires espérant battre le marché chaque trimestre limitent spectaculairement leur univers d'investissement, ne poursuivant que les anomalies de cours susceptibles de se résorber rapidement. Les intervenants à court terme créent des opportunités pour les quelques investisseurs qui tentent de fonctionner sur la base de considérations à long terme.

Le véritable investissement à long terme élargit énormément le champ d'opportunités disponibles, permettant aux investisseurs de profiter de l'irrationalité des intervenants à court terme. Cependant, comme l'investissement à long terme implique un profil de risque intrinsèquement plus élevé, les sociétés de gestion qui veulent réussir doivent développer des mécanismes de compensation des risques associés à cette activité.

La pensée à court terme

Trop d'intervenants opèrent à court terme. Il existe une multitude de preuves selon lesquelles de nombreux gestionnaires favorisent les idées d'investissement qui promettent de rapporter dans les trois à six mois. Dans le même temps, la peur de l'échec pousse les gestionnaires de portefeuilles à s'accrocher à un indice de référence afin d'éviter une descente jusqu'aux derniers rangs des classements annuels. Il en résulte inévitablement des performances médiocres, car ces gestionnaires subissent des coûts de transaction élevés en pourchassant des idées d'investissement de second ordre au sein de portefeuilles quasi indiciels.

Des problèmes similaires existent dans le monde de la gestion de fonds de réserve. Les comparaisons des performances d'investissement annuelles créent (ou reflètent ?) une mentalité de joueur de tiercé. Toute une foule de conseillers, de donateurs et d'universitaires attendent avec une grande impatience les résultats de fin d'année, comparant leurs performances à celles d'autres groupes similaires avec lesquels l'institution est en compétition. Mis à part le fait de ne pas parvenir à battre un éternel rival au football, afficher la meilleure performance annuelle en termes d'investissement est l'une des toutes premières aspirations d'une institution d'enseignement. Comme si les chiffres annuels n'étaient pas suffisamment obsédants par leur focalisation sur le court terme, la société de consulting Cambridge Associates publie maintenant les résultats trimestriels des portefeuilles de fonds de réserve.

De toute évidence, évaluer des fonds destinés au long terme en observant leurs performances trimestrielles induit une forme de pensée erronée, mettant l'accent sur la prééminence des considérations à court terme.

Cette compétition pousse certaines institutions à afficher des comportements bizarres, comme le gonflement de la valeur de fonds de réserve publiée ou la publication de performances n'incluant pas les frais. Bien que le secret entourant la valeur véritable d'un fonds de réserve empêche des mesures précises, un nombre étonnamment grand d'institutions pratiquent l'affichage des résultats bruts. Dans le sondage le plus récent sur les performances des fonds de réserve mené par Cambridge Associates, 8 % des participants affichaient des résultats avant prélèvement des frais[1]. De quelle utilité de tels chiffres peuvent-ils bien être ? D'un point de vue budgétaire, des rendements nets procurent des données utiles car les institutions dépensent les revenus d'investissement après déduction des frais. Du point de vue de l'investissement, les rendements nets permettent de mesurer la vraie valeur ajoutée par rapport aux indices de référence. En l'absence d'explication rationnelle, il apparaît que les institutions affichent des rendements bruts simplement dans l'intention d'obtenir un avantage malhonnête dans la course annuelle aux performances.

Le comportement induit par le consensus

Les gestionnaires de fonds de réserve affichent des comportements semblables à ceux des fonds communs de placement collant aux indices de référence lorsqu'ils s'attachent à suivre les politiques d'allocation d'autres institutions. Le fait de trop s'éloigner du consensus du groupe expose le gestionnaire au risque d'être étiqueté « non conventionnel ». Si l'institution échoue dans son approche originale, sa politique d'investissement va probablement être abandonnée et le personnel dédié va sans doute se retrouver au chômage. À l'inverse, si l'institution avait échoué avec un portefeuille conventionnel, sa politique d'investissement aurait probablement également été abandonnée, mais le personnel dédié serait resté en place.

Les préoccupations concernant le comportement des pairs reposent en partie sur des considérations rationnelles. Les institutions d'enseignement opèrent dans un environnement concurrentiel, rivalisant entre elles pour attirer les enseignants, les étudiants, les administrateurs et le soutien financier. La taille du fonds de réserve

1. Cette information est tirée du sondage sur les rendements d'investissement, effectué en 2005 par Cambridge Associates.

aide à définir le positionnement d'une institution par rapport à la concurrence, directement par le soutien financier ainsi procuré, et indirectement par la création d'une bonne réputation. Si une politique d'investissement ostensiblement différente de celle des autres fait baisser précipitamment le fonds de réserve d'une université, il se peut que cette institution aille rejoindre un groupe moins prestigieux d'homologues, perdant ainsi non seulement des capitaux mais également la confiance en ses dirigeants. À l'inverse, une réussite extraordinaire en investissement améliore les finances et la réputation d'une institution. Les conseillers, qui sont en général des gens peu enclins au risque, peuvent en venir à préférer un échec probable avec un portefeuille conventionnel à une réussite incertaine grâce à une approche non conventionnelle.

Toutefois, les préoccupations légitimes concernant le comportement des pairs pourraient, si les personnes concernées donnent trop de poids au consensus dans leurs délibérations sur l'allocation d'actifs, rendre les changements plus difficiles à décider. Dans les cas extrêmes, la peur d'être différent pousse chacun à regarder par-dessus l'épaule de son voisin et à négliger d'être attentif à la structure fondamentale de son portefeuille. Un processus de gestion de portefeuille sensé encourage l'usage de principes appropriés à la création d'un portefeuille adapté à l'institution, et non la réplique irréfléchie d'autres allocations d'actifs institutionnelles.

Les opportunités contrariennes et le risque

L'attitude des gestionnaires de portefeuille contribue à la réussite ou à l'échec d'un programme d'investissement. Des différences significatives entre un programme d'investissement réussi et d'autres activités entrepreneuriales bien menées, font que les techniques habituelles de gestion d'entreprise échouent dans le monde de l'investissement. La plupart des entreprises réussissent en pariant sur les gagnants. Le fait de mettre le maximum de ressources sur les produits à succès, mène en général à des gains substantiels. Des coupes impitoyables dans les initiatives ratées préservent les ressources de l'entreprise pour des stratégies plus attractives.

À l'inverse, la réussite en investissement vient généralement d'impulsions contrariennes. Regardez les gagnants avec suspicion ; réfléchissez à réduire, voire même à éliminer, les stratégies ayant précédemment réussi. Couvez des yeux les perdants ; pensez à favoriser une approche des valeurs délaissées par le marché.

L'investissement contrarien est bien plus qu'un réflexe poussant les investisseurs à acheter durant les creux du marché. Les positions sur des actifs délaissés doivent

être soutenues par une analyse attentive de leurs fondamentaux. L'enquête sur une opportunité contrarienne fournit à la fois des arguments pour l'ouverture d'une position et la conviction nécessaire à la conservation de cette position face au scepticisme environnant. N'espérez pas une gratification immédiate. En fait, aller contre la foule va vraisemblablement paraître insensé à court terme car les actifs déjà bon marché baissent encore, laissant le vrai contrarien en déphasage fondamental avec les investisseurs qui suivent les modes du marché.

Ouvrir et conserver des positions contraires au courant général exige une prise de décision par un groupe relativement restreint. À mesure que la taille d'un groupe s'accroît, la pensée consensuelle domine le processus de prise de décision. Les études comportementales ont montré qu'il existe une tendance à la « pensée collective ». La plupart des gens désirent tant la conformité qu'ils adoptent des attitudes de toute évidence erronées afin d'éviter d'être à contre-courant de la foule.

L'investissement contrarien à long terme pose des difficultés extraordinaires, même dans les meilleures circonstances. Dans un environnement institutionnel comprenant du personnel, des membres de comité, un conseil d'administration, des obstacles presque insurmontables apparaissent. La création d'un cadre de prise de décision qui encourage la pensée non conventionnelle constitue un objectif essentiel pour les gérants de fonds.

Malheureusement, le dépassement de cette tendance à suivre la foule, bien que nécessaire, s'avère insuffisant à garantir la réussite en investissement. En poursuivant des politiques d'investissement mal ficelées, les intervenants exposent leurs portefeuilles à des risques inutiles et souvent non récompensés. Bien que le courage de choisir un chemin différent des autres accroisse les chances de réussite, les investisseurs vont vers un échec probable si un ensemble de principes bien pensés ne sous-tend pas ce courage.

L'Université de New York et les obligations

Même les administrateurs les mieux intentionnés, motivés par des considérations altruistes, poursuivent parfois des politiques originales qui provoquent des dégâts financiers et altèrent la réputation d'une institution. L'histoire de la gestion du fonds de réserve de l'Université de New York (NYU) durant les deux dernières décennies illustre brillamment les dangers inhérents à l'application de stratégies d'investissement mal fondées.

À la fin des années 70 et au début des années 80, motivée par des préoccupations concernant la fragilité de ses finances et les risques inhérents au marché actions, NYU alloua en moyenne 66 % de ses capitaux aux obligations, 30 % aux actions et

4 % à d'autres actifs[1]. NYU se différencia radicalement des autres institutions similaires en détenant presque le double d'obligations et presque la moitié d'actions.

Entre 1981 et 1982, au plus bas du marché actions, NYU descendit son allocation déjà faible aux actions de 33 à 7 % du portefeuille, augmentant son engagement déjà élevé sur les obligations de 62 à 90 %, selon des rapports d'allocation rendus publics. En 1985, l'allocation aux actions baissa même jusqu'à 3 % du fonds de réserve. Même si les rapports annuels cessèrent d'informer sur les allocations après 1985, il apparaît que NYU persévéra dans sa structure de portefeuille originale jusqu'à la fin des années 80 et au début des années 90. Après une interruption de neuf ans quant aux informations concernant les allocations d'actifs, l'Université a rapporté en 1995 une allocation de 86 % aux obligations et de 9 % aux actions, indiquant ainsi une continuité dans son engagement envers les obligations. Ce n'est qu'en 1997 que NYU allégea légèrement son exposition aux obligations au profit d'actifs aux rendements espérés plus élevés.

Malheureusement, la domination des obligations dans son portefeuille a maintenu NYU à l'écart de l'un des plus forts marchés haussiers de toute l'histoire. De 1978 à 1998, les rendements des actions ont dépassé ceux des obligations durant seize années sur vingt, les actions jouissant d'un rendement annuel de 6 % supérieur à celui des obligations. Ce n'est qu'après le krach de 1987 que la stratégie obligataire s'avéra sensée, faisant que Larry Tisch, le président de NYU, reçut une véritable ovation lors d'une réunion du comité d'investissement. L'activité du marché actions ne connut qu'un bref trou d'air, le S&P 500 terminant finalement l'année 1987 sur un gain de 5,2 %. Même en l'envisageant sous la perspective d'un horizon d'investissement aussi court que les douze mois calendaires qui incluaient l'une des pires débâcles qu'ait connu le marché actions, la stratégie de NYU n'avait aucun sens.

Le marché haussier continuant sur sa lancée, Tisch éludait les questions concernant le manque d'exposition aux actions en répondant que « le train était déjà parti »[2]. Pendant ce temps, le coût d'opportunité pour le fonds de réserve de NYU grimpait. De 1982 à 1998, l'indice des fonds de réserve des facultés et des universités s'était multiplié par 8, alors que le fonds de réserve de NYU ne s'était multiplié

1. New York University, *New York University Financial Report, 1977–1997*, 20 vols., New York, *New York University, 1977–1997* ; New York University, *New York University Annual Report, 1977–1985*, 9 vols., New York University, *New York University, 1977–1985*.
2. Roger Lowenstein, "How Larry Tisch and NYU Missed the Bull Market's Run", *Wall Street Journal*. 16 octobre 1997.

que par 4,6[1]. Si les résultats de cette institution avaient simplement reflété ceux de la moyenne des *colleges* et des universités, le fonds de réserve de NYU aurait valu en 1998 1 millliard de dollars de plus que le 1,3 milliard qu'il affichait.

À la fin des années 90, NYU commença à réduire sa surallocation aux produits de taux domestiques, faisant basculer des capitaux vers les actions domestiques et étrangères et vers les stratégies de performance absolue. Mais l'héritage du pari malheureux sur les obligations perdure, car le portefeuille de NYU démontre en 2005 une exposition insuffisante aux classes d'actifs importantes que sont les participations non cotées et les actifs réels. En ne comprenant pas la relation entre la nature permanente des fonds de réserve et les investissements en actions, le fonds de réserve de NYU a subi des dégâts durables, sinon permanents.

L'Université de Boston et Seragen

L'investissement de l'Université de Boston dans Seragen, initié par l'ancien président de l'institution, John Silber, représenta une menace de nature différente pour les finances de l'Université. En injectant la somme coquette de 90 millions de dollars provenant des fonds budgétaires et du fonds de réserve dans une seule et unique start-up de biotechnologie, l'Université de Boston fit un pari déraisonnable sur un investissement extrêmement risqué[2].

Silber s'intéressa en premier lieu à Seragen grâce à une conférence donnée en 1986 à l'Université de Boston par le scientifique fondateur de Seragen, le docteur John R. Murphy. En 1987, l'Université investit 25 des 175 millions de dollars de son fonds de réserve dans cette aventure, en reprenant les parts d'une entreprise pharmaceutique norvégienne. Le temps passant, par le biais de nouvelles participations au capital et par son soutien opérationnel, l'exposition de l'Université de Boston passa d'excessive à irresponsable. En échange d'injections massives de capitaux, l'Université obtint le contrôle du conseil d'administration, Silber devenant l'un des dirigeants.

La position extraordinairement concentrée de l'institution dans Seragen attira l'attention du Procureur général du Massachusetts, qui contraint l'Université à

---

1. L'indice NACUBO (National Association of College and University Business Officers) Endowment Wealth reflète les changements annuels moyens dans la valeur de marché globale des fonds de réserve des institutions participant au groupe concerné par le sondage annuel. Le changement annuel dans le capital inclut l'impact des rendements d'investissement, les dons et les prélèvements.
2. David Barboza, "Loving a Stock, Not Wisely But Too Well", *New York Times*, 20 septembre 1998, chap. 3.

diluer sa participation en proposant des offres publiques d'achat. Même si une émission d'actions leva pour 50 millions de dollars de fonds en 1992 et 1993, les pertes de Seragen continuaient de dépasser ces apports. En 1996, les pertes cumulées s'élevaient à 200 millions de dollars, poussant le docteur Murphy à se désengager de Seragen, soi-disant pour des « problèmes commerciaux ».

Malgré quelques réussites sur le plan scientifique, les finances de Seragen vacillèrent, menant à son retrait du Nasdaq en septembre 1997. L'action, introduite en avril 1992 au cours de 12 dollars et progressant jusqu'à 15 dollars en janvier 1993, valait moins d'un dollar le jour de son retrait. À ce moment, la part de capital de l'Université de Boston s'élevait à un peu plus de 5 millions de dollars.

Dans une tentative désespérée pour sauver Seragen, l'Université de Boston injecta 5 millions de dollars supplémentaires dans l'entreprise, achetant ainsi des actifs perdant de l'argent et leur fournissant un soutien continu de la part du budget opérationnel de l'Université. En gagnant ainsi du temps, l'institution réussit à organiser sa sortie de l'entreprise problématique en vendant ses parts à Ligand Pharmaceuticals en août 1998. Le 20 septembre 1998, le *New York Times* rapportait que la valeur de la position de l'Université de Boston s'élevait au final à 8,4 millions de dollars, représentant une perte de plus de 90 % sur le coût total de l'opération. Si la part de l'Université dans Seragen avait été placée dans un portefeuille diversifié d'actions, le fonds de réserve aurait évité la perte désastreuse sur Seragen et bénéficié de l'appréciation de dizaines de millions de dollars du portefeuille actions.

Ironiquement, l'évaluation positive de la recherche scientifique de Seragen par Silber paraît bien fondée. Le principal médicament de cette société, Interleukin-2, reçut l'approbation de la FDA[1] en février 1999. Cependant, l'Université profita bien peu du succès commercial de ce médicament car la participation capitalistique de l'Université de Boston avait grandement diminué suite à la reprise par Ligand. Les progrès de Seragen arrivèrent trop tard et coûtèrent trop cher pour pouvoir renflouer les actionnaires de l'entreprise.

En « jouant aux dés » avec son fonds de réserve, l'Université de Boston transgressa les principes fondamentaux de l'investissement, desservant les activités d'enseignement de l'institution. Hantée par le fait d'avoir laissé passer une opportunité d'investissement avec l'invention du téléphone par Graham Bell, l'Université s'était promis de ne pas répéter son erreur avec Seragen. Malheureusement, les réussites d'investissement spectaculaires ne se révèlent qu'après coup, obligeant les

1. Food and Drugs Administration : l'administration gouvernementale américaine chargée d'autoriser ou non la mise sur le marché américain des nouveaux produits dans le secteur de l'alimentation et de la santé (NdT).

investisseurs sensés à éviter les paris démesurés. Un investissement concentré et hautement risqué dans Seragen, selon les termes d'un des membres du corps enseignant de l'Université, permettait à Silber de tenter de « laisser derrière lui un fonds de réserve gigantesque »[1]. Les règles d'investissement, même librement interprétées, ne sont pas parvenues à harmoniser des prises de position incohérentes avec la construction d'un portefeuille raisonnablement diversifié.

En poursuivant une politique d'investissement motivée par le désir de faire sensation, NYU et l'Université de Boston infligèrent des dégâts sérieux à leurs portefeuilles de fonds de réserve. En jouant au jeu futile consistant à deviner la direction du marché, NYU a raté l'un des marchés haussiers les plus puissants de tous les temps. Dans une tentative inconsidérée de sauter par-dessus toutes les barrières, l'Université de Boston a subi une perte directe spectaculaire et supporté un coût d'opportunité encore plus important. Les administrateurs servent au mieux les institutions en suivant les principes de base de l'investissement, évitant ainsi la tentation de suivre une politique conçue pour satisfaire des points de vue individuels particuliers.

L'ÉVALUATION DE LA PERFORMANCE

Une gestion efficace des relations entre le département d'investissement et les gestionnaires ajoute une valeur supplémentaire au portefeuille. Des relations solides basées sur la confiance et la compréhension mutuelles permettent aux gestionnaires et aux clients de se comporter comme des contrariens bien informés. En l'absence de relations solides, les gestionnaires mettent en danger leur entreprise et les clients courent le risque de prendre des décisions d'investissement malheureuses, nuisant au portefeuille en achetant au plus haut et en vendant au plus bas.

Une gestion de portefeuille réussie dépend de la compréhension du processus de prise de décision du gestionnaire par le client. Sans une connaissance intime des principes d'investissement de la société de gestion, les clients ne font que réagir aux résultats, ce qui s'avère être une attitude perdante. Si les clients font la chasse à la performance, apportant des fonds à un gestionnaire lorsqu'il surperforme, la déception suit inévitablement quand le vent favorable tourne. Lorsqu'une attitude contrarienne instinctive pousse le client à soutenir un gestionnaire aux performances médiocres, des résultats médiocres s'ensuivent si le gestionnaire manque de talent. Faire la distinction entre la chance et un jugement sûr exige une compréhension profonde de l'approche du gestionnaire en matière d'investissement.

---

1. *New York Times*, 20 september 1998.

Une gestion relationnelle intelligente exige une évaluation continue de la performance, incorporant des facteurs qualitatifs autant que quantitatifs. Le suivi de la qualité et de l'engagement personnel du gestionnaire joue un rôle central dans l'évaluation de la capacité d'une société de gestion à parvenir à l'excellence. D'autres questions importantes incluent la fidélité aux principes d'investissement et l'entretien d'une structure organisationnelle appropriée. Des réunions régulières en face à face entre le client et le gestionnaire constituent l'outil d'évaluation de la performance le plus important.

Les données sur la performance du portefeuille fournissent une information essentielle au processus d'évaluation. En comparant la performance du gestionnaire à des indices de marché passifs ou à des indices de gestion active, les investisseurs mesurent les réussites et les échecs d'un programme d'investissement. Les investisseurs sensés regardent au-delà des seules données de performance afin de mieux comprendre les risques associés aux portefeuilles qui ont généré ces performances.

Les mesures quantitatives dominent le travail d'évaluation de la performance, réduisant l'enchevêtrement complexe de décisions concernant la construction du portefeuille à une présentation précise de la performance. La clarté limpide d'une série de chiffres mesurant la performance historique pousse beaucoup d'investisseurs à mettre l'accent sur les outils quantitatifs aux dépens des facteurs qualitatifs pourtant essentiels. La recherche d'un équilibre correct entre les facteurs quantitatifs et qualitatifs pose un véritable défi aux investisseurs.

Les investisseurs sensés imposent des limites bien réfléchies à leur portefeuille. En limitant leurs engagements aux stratégies transparentes qu'ils comprennent bien, l'univers des gestionnaires de fonds pressentis correspond au domaine d'expertise de l'institution concernée. Bien que les investisseurs n'aient pas besoin d'acquérir les connaissances nécessaires à la réplication du processus d'investissement d'un gestionnaire externe, les clients attentifs parviennent à une compréhension parfaite des stratégies incluses dans son portefeuille. Sans une claire compréhension du processus, le rôle du client se dégrade jusqu'à devenir un simple suivi passif de la performance, avec les risques inhérents au fait de placer les résultats en première ligne de l'évaluation d'un gestionnaire.

L'évaluation de la pertinence de la relation avec un gestionnaire exige le suivi constant d'une combinaison de facteurs quantitatifs et qualitatifs. La seule performance d'investissement ne justifie pas la poursuite d'une relation avec un gestionnaire. Si le sentiment de partenariat diminue à cause d'un changement de personnel, de philosophie ou de structure, alors l'investisseur intelligent se retire. De la même manière, une performance médiocre ne justifie pas la rupture d'un mandat de gestion. Si des gens talentueux intégrés à une structure appropriée suivent une approche

intelligente des marchés, les éléments essentiels à la réussite de l'investissement restent en place. Bien que la compréhension des causes de la sous-performance fournisse des informations importantes pour la supervision de l'investissement, de mauvais résultats ne constituent pas en eux-mêmes une menace pour une relation professionnelle saine.

Les facteurs qualitatifs

De la même manière que les considérations qualitatives dominent les décisions d'embauche, ces mêmes facteurs qualitatifs dominent les évaluations de performance. Si la réussite en investissement n'exigeait que de conserver les gestionnaires dont les performances sont bonnes et de se séparer de ceux dont les performances sont médiocres, la vie serait simple. Mais comme les chiffres ne représentent qu'un aspect de l'affaire, les facteurs qualitatifs, plus difficiles à évaluer, jouent un rôle central.

Tout comme la qualité des gens motive les décisions d'engagement envers un gestionnaire, le suivi des gens impliqués dans le processus d'investissement forme la base de la gestion de la relation client/gestionnaire. Les questions à court terme concernent l'enthousiasme, la motivation et l'éthique professionnelle des gestionnaires. Les investisseurs responsables suivent le degré d'engagement d'un gestionnaire, recherchant les signes de diminution de l'intérêt ou de l'implication. À long terme, les questions plus générales d'évolution et de transition passent au premier plan.

Le transfert intergénérationnel

Bien qu'une planification intelligente de la part des sociétés de gestion augmente la probabilité d'un transfert de responsabilité réussi d'une génération à une autre, le processus pose des problèmes importants, surtout dans les petites entreprises. La nature originale des petites structures fait que les gens y sont beaucoup moins interchangeables que dans les grosses sociétés de gestion bureaucratiques. La personnalité des individus domine le processus d'investissement dans les petites sociétés, ce qui produit une incertitude significative durant les périodes de transition générationnelle. Le transfert de responsabilité vers des collègues plus jeunes modifie inévitablement la nature de l'entreprise car les nouveaux décideurs expriment leur approche individuelle des marchés. En bref, plus le gestionnaire est brillant, plus le passage du relai est difficile.

La communauté des capital-risqueurs affiche un nombre impressionnant de petites sociétés ayant réussi leur transfert intergénérationnel. En transférant les responsabilités sans heurts, ces pionniers du secteur que sont Sutter Hill (fondée en 1962), Greylock (1965), Sequoia (1972) et Kleiner Perkins (1972) ont conservé leur position de leader dans le secteur du capital-risque. En conséquence de ce passage de relai en douceur et de la continuation d'investissements réussis, un certain nombre de sociétés de gestion bien établies ont renforcé leur notoriété, se positionnant au tout premier plan de la communauté des capital-risqueurs. En dehors du monde des participations non cotées, il existe peu d'exemples de sociétés de gestion ayant conservé leurs caractéristiques au fil des générations. Certaines ont grandi, abandonnant la recherche de performance pour se concentrer sur la collecte de capitaux toujours plus importants. D'autres, dépendant d'une ou deux personnes, sont tombées dans l'oubli lorsque ces personnes ont cessé de diriger le processus d'investissement. Peut-être que les sociétés basées sur le brio exceptionnel d'un gestionnaire hors pair ont peu de chances de transmettre leurs compétences essentielles à des associés plus jeunes. Dans tous les cas, l'évaluation de l'énergie, de l'implication et de l'enthousiasme des individus responsables de la gestion des capitaux constitue une priorité dans le suivi des relations.

L'indépendance de l'entreprise

La cession d'une entreprise de gestion exige une action immédiate de la part des clients. Dans une petite société indépendante, la prospérité des dirigeants dépend directement de la réussite de l'entreprise. Les récompenses qui accompagnent les performances solides, et les pénalités associées aux résultats médiocres, touchent directement les associés. La cession de l'entreprise change considérablement la donne.

Après la cession, les nouveaux propriétaires préfèrent retenir les capitaux existants en modérant l'audace des paris effectués, augmenter les actifs sous gestion par des campagnes de marketing, et diversifier les revenus en multipliant les produits proposés. La toute première préoccupation au sujet des changements intervenant dans la stratégie de l'entreprise, est la disparition de l'engagement personnel des dirigeants. Les actionnaires qui vendent leur part prennent leur retraite et pensent à autre chose. Les jeunes collaborateurs les plus talentueux quittent l'entreprise pour créer la leur, suivant ainsi l'exemple de leurs mentors maintenant retraités. Ceux qui restent sont ceux qui n'ont pas le choix. Les clients ne retirent donc aucun avantage d'une cession de l'entreprise.

Les cadres supérieurs des sociétés de gestion indépendantes sont confrontés à un dilemme. D'un côté, la cession de l'entreprise rapporte un beau magot à ses

propriétaires, qui quittent souvent la table des transactions avec une petite fortune en poche. D'un autre côté, la cession sonne le glas de l'entreprise.

En refusant de vendre l'entreprise, ses créateurs passent à côté d'une bonne affaire. Dans ce qui constitue un geste à la fois intelligent et noble, les décideurs plus jeunes peuvent parfois se voir proposer d'acquérir des parts du capital à un prix inférieur à leur valeur réelle, créant ainsi la possibilité pour l'entreprise de continuer en tant qu'entité indépendante. Toutefois, cela ne constitue pas une garantie de longévité, car les nouveaux propriétaires de l'entreprise sont confrontés tôt ou tard au même dilemme que leurs prédécesseurs.

L'approche de l'investissement

Les changements intervenant dans l'approche de l'investissement constituent un signal d'alarme pour les investisseurs. L'augmentation des capitaux sous gestion modifie en général les méthodes d'investissement. À mesure que les capitaux s'accroissent, les gestionnaires de fonds actions de petites capitalisations achètent des titres d'entreprises plus grosses, augmentant ainsi la diversification et diminuant leur orientation initiale sur les petites capitalisations. Certains fonds alternatifs, au début orientés sur le stock-picking, évoluent pour devenir de véritables usines à gaz effectuant des paris macro-économiques, car l'augmentation de la taille du portefeuille implique d'intervenir sur des marchés plus vastes et plus liquides.

Les gestionnaires de toutes les catégories sont confrontés à la tentation de devenir des suiveurs d'indices. Gérer un portefeuille identique au marché garantit des résultats semblables à ceux du marché, réduisant le risque d'être abandonné à cause d'une performance relative médiocre. Lorsque des gestionnaires orientés sur la valeur mettent en portefeuille des titres de croissance, les investisseurs avisés deviennent sceptiques et se posent des questions.

Des résultats décevants poussent parfois les gestionnaires à modifier leur approche de la gestion de portefeuille. Il se peut alors qu'ils prennent plus de risques, espérant faire un gros coup pour rattraper leurs mauvaises performances. Dans les cas extrêmes, l'acceptation de risques plus élevés afin de remédier aux pertes passées expose les capitaux à des pertes futures significatives car les gestionnaires spéculent dans une tentative désespérée pour remonter la pente.

Des résultats médiocres poussent parfois les gestionnaires à entreprendre des changements radicaux, conduisant à des transformations bizarres. Les frères Feshbach, Matt, Joe et Kurt, se sont fait une solide réputation dans les années 80, basée sur des performances impressionnantes et sur des techniques de vente à découvert controversées. Utilisant la théorie de la Dianétique de Ron L. Hubbard

en tant que partie intégrante de leur stratégie d'investissement, les frères Feshbach se concentraient sur des entreprises sous-évaluées prêtes à s'effondrer. En utilisant l'analyse de titres traditionnelle et des détectives privés afin de déceler des pratiques frauduleuses, ils avaient la réputation de « descendre » les actions de leur portefeuille. Accusés de vendre à découvert de façon illégale en ouvrant des positions vendeuses impossibles à initier par des voies légitimes, les Feshbach furent entourés de rumeurs inquiétantes. Fait surprenant, de nombreux investisseurs, y compris la Franck Russell Trust Company, ignorèrent la controverse, furent impressionnés par les performances solides des frères Feshbach et engagèrent des capitaux dans leurs fonds, qui culminèrent à 1 milliard de dollars en 1990.

Au début des années 90, les frères Feshbach disparurent comme par magie, car la stratégie consistant à vendre des actions à découvert dans un marché haussier produisait des résultats presque inévitablement désastreux. Après une série de transactions ratées, ayant perdu 55 % des capitaux qui leur avaient été confiés durant la seule année 1991, les frères Feshbach se réinventèrent.

En 1993, selon les dires du vendeur à découvert David Rocker, les frères Feshbach « désavouèrent publiquement leurs activités de vente à découvert… pour se concentrer sur une stratégie d'achat de petites valeurs de croissance »[1]. Ce changement de stratégie, effectué par « les vendeurs à découvert les plus réputés du monde », semblable à un changement de camp au beau milieu d'une bataille, attira plus l'intérêt de la presse spécialisée que celui des investisseurs. En 1998, la société gérait 50 millions de dollars, principalement par des stratégies d'achat traditionnelles, ce qui représente moins de 5 % du point culminant historique des actifs sous gestion. Apparemment, le temps n'a pas amélioré la chance des frères Feshbach. Une recherche dans les bases de données des gestionnaires de capitaux n'a rien produit sinon un document de la SEC concernant une situation proche de la faillite pour la société MLF Investments dirigée par Matt Feshbach. Les données au 31 décembre 2007 affichaient moins de 60 millions de dollars sous gestion.

Tous les changements d'approche ne sont pas néfastes aux gestionnaires de portefeuille. Par exemple, un gestionnaire opérant sur un éventail d'opportunités assez étroit subit des montagnes russes, réussissant à merveille lorsque les opportunités abondent et plongeant dans le rouge lorsque les occasions se tarissent. Les gestionnaires sensés s'adaptent, modifiant leur stratégie pour exploiter toute la gamme des opportunités que peut offrir leur domaine d'expertise. De nombreux gestionnaires de performance absolue ont commencé leur carrière en se concentrant exclusivement

1. David A. Rocker, "Refresher Course. Short Interest: No More Bullish Bellow", *Barron's*, 1er mai 1995, 43.

sur les transactions d'arbitrage de fusions-acquisitions. Reconnaissant la complémentarité des compétences analytiques et juridiques requises pour pouvoir évaluer les restructurations et les faillites, certains d'entre eux ont commencé à investir dans le domaine des titres en difficulté. En ajoutant une activité fondamentalement liée à la première, ces gestionnaires ont créé un outil puissant d'amélioration de leur portefeuille. Quand l'activité de fusion-acquisition bat son plein, les portefeuilles détiennent des positions significatives d'arbitrage de risque. Dans des périodes économiques plus fragiles, lorsque les licenciements et les défauts de paiement jonchent le paysage de l'investissement, ces sociétés accroissent leur exposition aux titres en difficulté. Au contraire des investisseurs qui ne sont experts que dans une seule discipline, les gestionnaires possédant plus d'une corde à leur arc jouissent de la faculté d'atténuer la cyclicité inhérente aux activités de marché.

Des changements progressifs dans l'approche de l'investissement élargissent sensiblement l'étendue de l'activité sans pour autant abandonner la base sur laquelle repose la réussite de l'entreprise. Une évolution naturelle crée un potentiel d'amélioration des résultats du portefeuille, profitant aussi bien au gestionnaire externe qu'à son client. Un changement plus radical met en danger les capitaux du client, exigeant une réaction immédiate des investisseurs.

Les réunions avec les clients

Des réunions régulières en face à face entre les gestionnaires et leurs clients constituent l'outil le plus important de la gestion de leurs relations. Ces réunions permettent la remise en question des procédures existantes et l'exploration de nouvelles idées. La discussion franche et sincère sur les préoccupations du gestionnaire et du client contribue à la résolution précoce des problèmes. Bien que les lettres et les appels téléphoniques fournissent des informations importantes, rien ne vaut les avantages d'une réunion en face à face avec un gestionnaire pour un tour d'horizon approfondi des activités du portefeuille.

Il est de la responsabilité du client de se montrer curieux sans pour autant devenir indiscret. Le respect des frontières qui séparent le gestionnaire du client exige d'éviter d'avoir un comportement qui rende les décisions d'investissement difficiles à prendre. Pousser un gestionnaire à initier une position ou le décourager d'en ouvrir une, constitue une transgression des limites acceptables. Remettre en question le processus de pensée d'un gestionnaire ou l'encourager à faire un pari contrarien, contribue à une relation réussie.

La responsabilité du gestionnaire inclut l'ouverture et l'honnêteté concernant l'activité du portefeuille. La transparence la plus complète au sujet du portefeuille

est un fondement essentiel à la compréhension du processus d'investissement par le client. De temps en temps, les gestionnaires refusent de nommer les positions ouvertes, exprimant leur préoccupation de ne pas les rendre publiques afin de protéger leur capacité d'action. Si un gestionnaire refuse de faire confiance à un client (ou à un client potentiel) en ce qui concerne les informations sur le portefeuille, alors le client ne devrait pas lui faire confiance non plus. Les gestionnaires tirent profit d'avoir des clients bien informés car ceux-ci ont tendance à rester fidèles lors des périodes de performances médiocres, et encouragent parfois les stratégies contrariennes toujours difficiles à appliquer.

L'ouverture concernant les questions d'investissement permet au gestionnaire et au client de comprendre le présent et d'anticiper l'avenir. De nombreux problèmes d'entreprise façonnent les caractéristiques d'une société de gestion. Les pratiques de rémunération influencent la motivation et la capacité à conserver du personnel qualifié. L'organisation d'une succession en dit aussi long sur la génération en place que sur celle qui va lui succéder. Les entreprises qui s'engagent à discuter avec leurs clients des problèmes qu'elles rencontrent ont plus de chances de surmonter les difficultés inhérentes à la gouvernance d'une société de gestion.

Une enquête approfondie permanente sur les gestionnaires contribue à une gestion efficace de la relation. Les investisseurs vigilants tirent profit des occasions de discuter avec des tiers de l'approche professionnelle et des critères éthiques des gestionnaires, cherchant toujours à mieux cerner les caractéristiques de ces gestionnaires externes. Bien que s'avérant moins formelle que les vérifications des références fournies par un gestionnaire lors de son engagement, l'enquête continue fournit des aperçus indispensables sur l'activité d'un gestionnaire externe.

Une interaction régulière entre le client et le gestionnaire est l'outil le plus important de la gestion de la relation, fournissant des informations continuelles utiles à l'évaluation qualitative de l'activité d'un gestionnaire. Une réévaluation constante de la logique des investissements contribue à une supervision efficace des gestionnaires externes, poussant les investisseurs à conserver une attitude saine de scepticisme concernant les activités de gestion active.

Les évaluations qualitatives des individus, des stratégies et des structures forment le cœur de la gestion de la relation. Les investisseurs sensés révisent régulièrement les bases sur lesquelles ont reposé leur engagement avec un gestionnaire, comparant les hypothèses de départ et le comportement qui s'en est suivi. Les changements de situation d'une société de gestion exigent une évaluation particulièrement attentive, poussant les clients prudents à vérifier de nouveau la pertinence de leur choix initial.

Les facteurs quantitatifs

Battre le marché, tel que le décrit un indice de référence bien choisi, est l'objectif essentiel d'un gestionnaire. Les places de marché matures et liquides offrent toute une palette d'indices bien structurés parmi lesquels on peut choisir. Par exemple, les marchés actions américains présentent une variété d'indices larges incluant le S&P 500, le Russell 3000 et le Wilshire 5000. L'indice représente l'alternative passive, un portefeuille qui réplique fidèlement la performance d'une classe d'actifs. Les gestionnaires actifs essaient de battre l'indice, après déduction des frais, en s'efforçant d'ajouter de la valeur au processus de gestion du portefeuille.

Au contraire des titres cotés, les actifs illiquides possèdent des indices moins bien définis et plus éloignés du marché dans leur mesure de sa performance. Les participations non cotées viennent de toute une variété de sources différentes, allant des divisions d'entreprises cotées aux entreprises familiales, en passant par les entités en faillite. Par leur nature même, les actifs illiquides se trouvent dans des marchés privés d'indices car un indice sur lequel on peut investir exige des marchés liquides bien établis.

Les investisseurs recherchant les opportunités offertes par les participations non cotées utilisent des indices bricolés, en général dérivés d'un instrument de mesure des titres cotés, soit explicitement le S&P 500 plus 500 points de base, soit implicitement 12 % de rendement (se basant peut-être sur les 7 % de rendement réel des actions plus une prime de 500 points de base).

Les investisseurs établissent un indice de référence clair pour chaque gestionnaire. Dans les marchés liquides, un indice équitable comprend toutes les opportunités d'investissement parmi lesquelles un gestionnaire peut effectuer ses choix. Les marchés les plus liquides présentent les indices les mieux définis, l'ironie voulant que cette mesure précise soit disponible sur les marchés les moins susceptibles de produire quelque chose qui vaille la peine d'être mesuré. Les gestionnaires se concentrant sur des niches spécifiques et les investisseurs opérant sur des marchés moins efficients sont confrontés à la difficulté de trouver des indices pertinents. Au final, l'indice d'après lequel les clients mesurent sa performance constitue la mesure quantitative la plus importante pour un gestionnaire.

La spécialisation des indices

Les consultants en investissement créent et suivent un nombre impressionnant d'indices spécialisés, fournissant apparemment des outils précis de mesure de performance pour une large palette de stratégies et de tactiques d'investissement. Allant

d'un ensemble standard d'indices liés au style de gestion ou à la capitalisation jusqu'à une collection hétéroclite de mesures plus ou moins ésotériques, les indices des consultants évaluent même les approches de gestion de portefeuille les plus originales[1].

Les indices spécialisés fournissent parfois des informations précieuses que l'on ne trouve pas avec les indices de marché plus larges. Observez les résultats 2003 des gestionnaires spécialisés dans les actions de petites capitalisations. Le rendement moyen de 45,7 % a dépassé celui du S&P 500 de plus de 17 points de pourcentage, ce qui constitue apparemment un excellent résultat. Mais lorsque l'on compare ce rendement à celui de l'indice des petites capitalisations, il est de 1,5 point de pourcentage en dessous, révélant une performance beaucoup moins impressionnante. L'utilisation d'un indice spécialisé fournit une image plus réaliste des rendements des gestionnaires d'actions de petites capitalisations[2]. Dans le monde des indices, il est judicieux de comparer des pommes à des pommes plutôt qu'à des poires.

Les indices spécialisés exigent parfois une évaluation attentive. Observez les résultats des stratégies orientées sur la valeur dans les années 90, une période durant laquelle les gestionnaires orientés sur la valeur n'ont en général pas réussi à dépasser les rendements de leur indice spécialisé. Pour les cinq années se terminant le 31 décembre 1997, l'indice se situait dans le deuxième décile des rendements du groupe de gestionnaires concernés, ce qui constitue une performance extraordinaire pour un portefeuille passif[3].

Pourquoi leur indice a-t-il pulvérisé les résultats des gestionnaires orientés sur la valeur ? Cet indice, créé à partir d'une sélection mécanique d'actions aux faibles ratios cours/valeur comptable et PER, incluait un bon nombre d'entreprises peu attractives et délaissées. Comme les gestionnaires actifs évitent souvent les entreprises en difficulté les plus risquées, les portefeuilles actifs typiques contenaient peu de paris caractéristiques de ce domaine. Lorsque les actions valeur surperforment, les gestionnaires actifs ne parviennent pas à battre les résultats de la gestion passive, car le marché récompense le profil plus risqué du portefeuille sélectionné mécaniquement. C'est seulement dans les périodes de stress économique que les résultats favorisent les portefeuilles de qualité orientés sur la valeur.

---

1. Par exemple le Bloomberg Football Index qui suit les entreprises anglaises et irlandaises propriétaires de clubs de football.
2. Données tirées de Russell Mellon and Bloomberg.
3. PIPER: Pensions & Investments' Performance Evaluation Report (PIPER), *Managed Accounts Report, December 31, 2007: Quarter End*, New York, Pensions & Investments, 1997.

Les investisseurs sérieux comparent les résultats d'un manager à son indice. L'examen des performances des gestionnaires de petites capitalisations par rapport au S&P 500 déforme la réalité. Le fait de comparer les résultats d'un gestionnaire orienté sur la valeur à un indice de marché plus large voile la vérité. L'utilisation d'indices spécialisés fournit une comparaison plus riche, permettant une évaluation plus directe des portefeuilles au style original. Dans l'utilisation des indices spécialisés, une comparaison équitable exige la compréhension des différences de profil de risque entre le portefeuille actif et l'indice.

Les comparaisons entre gestionnaires

Les comparaisons entre gestionnaires fournissent également une mesure quantitative valable pour l'évaluation de la performance. Bien que certaines classes d'actifs ne présentent pas d'indices de référence satisfaisants, presque toutes contiennent un groupe de gestionnaires dont on peut comparer les résultats.

Les biais dus aux faillites et aux nouveaux entrants joue un rôle important dans cette comparaison entre gestionnaires, surtout au sein des classes d'actifs les moins efficientes. Comme les indices liés aux marchés cotés ne sont pas d'une grande aide pour jauger à court terme les stratégies de participations non cotées et de performance absolue, la comparaison entre gestionnaires prend là toute sa signification. Malheureusement, dans le domaine des stratégies de performance absolue, les biais dus aux faillites et aux nouveaux entrants influencent spectaculairement la composition et les caractéristiques du groupe de gestionnaires concernés. Les groupes de gestionnaires de participations non cotées soufrent moins de ces biais.

L'ajustement au risque

L'ajustement des rendements au risque joue au mieux un rôle secondaire dans l'évaluation de la performance. Les gestionnaires ont tendance à éviter de parler du risque, sauf pour justifier une performance relative médiocre, du style : « Nous avons fait moins bien que le marché, mais avec un risque plus faible ». Peut-être que le peu de mesure du risque fournie par les outils quantitatifs explique cette opacité.

La déviation standard des rendements (la volatilité), cette mesure de la dispersion la plus couramment utilisée pour évaluer le risque, ne parvient pas à capter ce qui préoccupe le plus les investisseurs. La seule compréhension de la volatilité historique de la performance fournit peu d'information concernant l'efficacité d'une stratégie d'investissement particulière. Ce qui importe le plus, c'est le risque fondamental de l'investissement sous-jacent, et non les fluctuations de cours du titre coté. Dans

un monde caractérisé par une volatilité excessive des cours, le prix des titres masque le véritable risque inhérent à l'investissement. Malgré ses limites, la volatilité historique est la mesure quantitative du risque la plus largement employée.

Le prix Nobel William Sharpe a développé un outil analytique pour évaluer la relation entre le risque et le rendement. En évaluant les rendements supérieurs (ou inférieurs) au taux de placement sans risque, le ratio de Sharpe se focalise sur la production des rendements par rapport à ce taux. En divisant ce rendement relatif par sa déviation standard, on obtient un ratio décrivant la productivité du risque, quantifiant le rendement généré par unité de risque encouru. Toutefois, le ratio de Sharpe souffre des mêmes défauts évidents que les autres mesures de volatilité historique.

L'American Government Securities Fund

Observez les résultats de l'American Government Securities Fund (AGF) élaboré par Piper Jaffrey, un véhicule d'investissement dans le crédit hypothécaire, pour les cinq années se terminant le 31 décembre 1993. Comme le montre le tableau 10.1, l'AGF a rapporté 19,3 % par an, ce qui représente une prime annuelle de 13,7 points de pourcentage sur les bons du Trésor. Comme une volatilité de 8,8 % accompagna ce rendement relatif de 13,7 %, l'AGF a produit un ratio de Sharpe de 1,6 unité de rendement par unité de risque encouru.

Du point de vue de l'investissement, le rendement de 19,3 % de l'AGF semble à première vue éclipser les 11,2 % de rendement de l'index hypothécaire Salomon. Toutefois, comme l'indice hypothécaire a produit un rendement relatif de 5,5 % avec une volatilité beaucoup plus faible que celle de l'AGF, le fonds obligataire et l'indice obtiennent le même ratio de Sharpe. En d'autres termes, les rendements supérieurs de l'AGF semblent venir d'un risque plus élevé et non de la production de rendements ajustés au risque supérieurs. Le ratio de Sharpe nivelle le terrain.

Même si le ratio de Sharpe met en évidence les relations historiques entre le risque et le rendement, les mesures quantitatives du passé ne parviennent pas à capter les facteurs de risque fondamentaux autres que ceux présents dans les chiffres. Quand l'avenir diffère grandement du passé, les choix d'investissement basés sur l'analyse quantitative déçoivent souvent les investisseurs.

La débâcle du marché obligataire qui eut lieu en 1994 dévasta le fonds de Piper Jaffrey, provoquant une baisse de presque 29 % de sa valeur avec un niveau de risque d'environ 15 %. L'index hypothécaire de Salomon s'en tira un peu mieux, car son rendement de –1,4 % s'accompagnait d'un niveau de risque de 4 %. Le ratio de Sharpe de –2,2 de l'AGF indique une performance ajustée au risque spectaculairement inférieure à celle de l'index, dont le ratio est de –1,4.

		Rendement	Rendement relatif	Risque	Ratio de Sharpe
Les cinq ans se terminant le 31 décembre 1993	L'AGF	19,3 %	13,7 %	8,8 %	1,6
	L'indice hypothécaire Salomon	11,2	5,5	3,5	1,6
L'année se terminant le 31 décembre 1994	L'AGF	–28,8	–32,7	14,9	–2,2
	L'indice hypothécaire Salomon	–1,4	–5,3	4,0	–1,4
Les cinq ans se terminant le 31 décembre 1994	L'AGF	8,5	3,7	12,3	0,3
	L'indice hypothécaire Salomon	7,8	3,0	3,5	0,9
L'année se terminant le 31 décembre 1995	L'AGF	25,9	20,3	5,8	3,5
	L'indice hypothécaire Salomon	16,8	11,1	3,2	3,5
Les cinq ans se terminant le 31 décembre 1995	L'AGF	11,3	7,0	12,2	0,6
	L'indice hypothécaire Salomon	8,9	4,6	3,3	1,4

Sources : Bloomberg et Département des Investissements de Yale.

Tableau 10.1 Les caractéristiques du fonds obligataire alternatif. *Rendements des titres adossés à des hypothèques, 1989-1995.*

Les caractéristiques quantitatives de la stratégie de l'AGF changent énormément lorsque les cinq années glissantes incluent 1994. En incluant la performance médiocre et la volatilité de 1994, les rendements baissent de 19,3 % pour les cinq années se terminant le 31 décembre 1993 à 8,5 % pour les cinq années se terminant le 31 décembre 1994, la volatilité augmentant même de 8,8 à 12,3 %. Le rendement à deux chiffres accompagné d'une volatilité à un seul chiffre se mue en rendement à un seul chiffre avec une volatilité à deux chiffres.

Le ratio de Sharpe en dit encore plus long. Le rendement annualisé de 8,5 % d'AGF sur la période de cinq ans se terminant le 31 décembre 1994 ne génère qu'un rendement relatif de 3,7 % pour un niveau de risque de 12,3 %. Le ratio de Sharpe de 0,3 correspondant ne soutient pas la comparaison avec celui de 1,6 pour

les cinq ans se terminant le 31 décembre 1993. Même si la stratégie d'investissement est restée inchangée, les conditions de marché ont fait d'une stratégie à risque élevé apparemment efficace une technique à rendement faible et risque élevé.

À l'inverse, le rendement à cinq ans de 7,8 % de l'indice hypothécaire pour la période se terminant le 31 décembre 1994, accompagné d'un rendement relatif de 3 % et d'un risque de 3,5 %, produit un ensemble de caractéristiques bien meilleures. Bien que le rendement ajusté au risque de l'indice se détériore en y ajoutant les données de 1994, le ratio de Sharpe de 0,9 de l'indice démontre un avantage certain sur le 0,3 d'AGF.

Bien que l'évaluation quantitative du risque aide l'investisseur à suivre une approche disciplinée et analytique de l'estimation des opportunités d'investissement, les limites des données passées deviennent évidentes lorsque les marchés nous font des surprises. En se basant sur les données de la période de cinq ans se terminant le 31 décembre 1993, l'AGF de Piper Jaffrey et l'indice hypothécaire de Salomon possédaient des ratios de Sharpe identiques, démontrant une capacité équivalente à traduire le risque en rendement relatif supérieur. Un an après, la « tortue » que représentait l'indice paraît beaucoup plus attractive que le « lièvre » du fonds hypothécaire.

Dans le cas du fonds hypothécaire de Piper Jaffrey, les caractéristiques historiques de rendement et de risque conduisent les investisseurs vers des décisions au timing médiocre. Fin 1993, attirés par son rendement élevé et son efficacité relative, les investisseurs ont vu de nombreuses raisons d'acheter des parts du fonds. Fin 1994, déçus par les rendements abominables et l'efficacité relative médiocre, les investisseurs ont trouvé toutes les raisons de vendre leurs parts. Bien sûr, en 1995, malgré des caractéristiques quantitatives médiocres sur cinq ans, le fonds a rapporté 25,9 %, dépassant de loin le rendement de l'indice et correspondant au rendement relatif de l'indice par unité de risque.

La seule défense possible contre l'achat des chiffres de 1993 et la vente après les rendements décevants de 1994 réside dans la compréhension fondamentale de la nature de l'activité d'investissement produisant ces résultats. Les investisseurs ne prenant leurs décisions que sur la base des données historiques se focalisent exclusivement sur le passé, ignorant ainsi l'avenir. Bien que l'anticipation pose des difficultés et présente bien des dangers, les investisseurs armés d'une compréhension approfondie des forces qui dominent la valorisation d'un marché possèdent une plus grande probabilité de réussite. Au moins, les investisseurs conscients de la nature du portefeuille hypothécaire d'AGF ont reconnu la contribution de l'effet de levier dans les bons résultats de 1993, et réfléchi au danger d'un retournement radical de cette stratégie dans le type d'environnement de 1994.

Il est important d'ajuster les rendements au risque. Malheureusement, réduire l'évaluation du risque à une simple mesure statistique ne parvient pas à capter l'essence du concept. Les investisseurs prudents utilisent les mesures de risque avec discernement, ajoutant l'interprétation attentive à la science des chiffres.

Les taux de rendement

Les outils financiers les plus basiques mesurent les rendements soit pondérés en dollars soit liés au temps. Les rendements pondérés en dollars, ou taux de rendements internes (TRI), évaluent les résultats en considérant l'ampleur et le timing de la quantité de dollars investis. Les calculs de TRI sont les plus pertinents pour les décideurs qui contrôlent les décisions concernant les flux de liquidités, comme les investisseurs en participations non cotées qui déterminent quand et combien investir dans des opportunités particulières.

Les rendements liés au temps viennent d'une série de rendements périodiques, sans considération de la taille du portefeuille à aucun moment. Les rendements liés au temps sont les mesures les plus pertinentes pour les décideurs qui ne contrôlent pas les décisions concernant les flux de liquidités, comme les gestionnaires de titres cotés qui acceptent à tout moment les souscriptions et les retraits dus aux seules décisions de leurs clients.

La valeur ajoutée de Barr Rosenberg

Le principal produit actions de Rosenberg Institutional Equity Management (RIEM) fournit un exemple intéressant des différences entre les rendements pondérés en dollars et ceux qui sont liés au temps. Comme le montre le tableau 10.2, RIEM a débuté par des rendements extrêmement élevés pour des capitaux relativement petits. Suivant un schéma courant dans le domaine de la gestion de fonds, ces résultats impressionnants ont attiré de gros capitaux, les actifs sous gestion culminant à plus de 8,1 milliards de dollars en 1990. La taille soulevant un vent contraire, ou la chance se dissipant, des performances médiocres s'ensuivirent, exposant de grandes quantités de capitaux à des rendements inférieurs.

Durant ces hauts et ces bas, la performance liée au temps demeura régulièrement positive. Pour les douze ans se terminant le 31 décembre 1997, le principal portefeuille actions de RIEM rapporta 17,3 % par an, démontrant un avantage relatif de 30 points de base sur le S&P 500.

Les rendements pondérés en dollars racontent une histoire moins glorieuse. Les calculs de TRI montrent un rendement de 11,8 % par an. Si les liquidités de RIEM

Date (fin d'année)	Capitaux sous gestion (en millions $)	Rendement relatif (RIEM – S&P 500) (en %)	Valeur ajoutée (en millions $)
1985	188	6,2	12
1986	1 037	–0,4	–4
1987	2 037	6,6	134
1988	4 222	–0,6	–23
1989	8 020	–4,8	–386
1990	8 157	–3,7	–304
1991	6 608	–0,8	–52
1992	3 692	3,9	143
1993	3 692	1,1	42
1994	1 838	–1,0	–19
1995	2 225	0,8	17
1996	2 023	–2,9	–58
1997	1 644	1,2	20

Source : Nelson's Directory of Investment Managers, 1985-1997.

Tableau 10.2 Rosenberg ne parvient à ajouter de la valeur pour ses clients. *Rendements du portefeuille et valeur ajoutée, 1985-1997.*

avaient été investies sur le S&P 500, l'IRR aurait été de 13,1 % par an. Pendant la durée de vie du portefeuille, les clients de RIEM ont perdu 1,3 % par an par rapport au marché, ce qui se traduit par un coût d'opportunité d'environ 500 millions de dollars.

Dans l'évaluation de la performance des gestionnaires de titres cotés, la liaison au temps et la pondération en dollars s'avèrent toutes deux utiles. Les rendements liés au temps démontrent la perspicacité d'un gestionnaire. Les rendements pondérés en dollars mettent en évidence le timing des décisions prises par les investisseurs en ce qui concerne les liquidités. Lorsque l'on évalue la performance d'un gestionnaire de participations non cotées, les rendements pondérés en dollars fournissent l'outil de mesure le plus approprié, car les gestionnaires de participations non cotées contrôlent les décisions concernant les liquidités.

Une gestion de portefeuille réussie combine l'art et la science, exigeant une évaluation aussi bien qualitative que quantitative des stratégies d'investissement. Bien que les mesures quantitatives fournissent des données essentielles pour les décideurs, les investisseurs sensés se gardent de donner trop de poids à des facteurs facilement quantifiables aux dépens des facteurs qualitatifs moins facilement mesurables. Une gestion des relations réussie exige de placer les facteurs qualitatifs au premier rang. Les chiffres, bien qu'importants, ne jouent qu'un rôle de soutien.

L'utilisation de l'évaluation de la performance

Les investisseurs utilisent l'évaluation de la performance au moment de s'engager avec un gestionnaire, pour décider du montant des capitaux à lui confier, et lorsqu'ils le quittent. Le choix de l'horizon de temps représente une variable essentielle du processus d'évaluation. L'utilisation judicieuse des données sur la performance crée l'opportunité d'augmenter substantiellement les rendements, alors que les actions mal réfléchies détruisent de la valeur.

L'horizon de temps approprié pour l'évaluation de la performance dépend de la classe d'actifs concernée et du style de gestion utilisé. Les mécanismes de feedback opèrent selon différents cycles. Les investissements monétaires fournissent un feedback presque instantané, car les capitaux y « mûrissent » en l'espace de quelques mois, pour le meilleur ou pour le pire. Ce cycle court fournit aux investisseurs des quantités importantes de données complètes. Malheureusement, sur les marchés monétaires hautement efficients, ces informations génèrent peu d'opportunités d'ajouter de la valeur.

Les participations non cotées se situent à l'extrémité opposée du spectre. Les périodes de détention des actifs se calculent en décennies, obligeant les investisseurs à prendre des décisions concernant les gestionnaires bien avant qu'un feedback pertinent soit issu de l'activité d'investissement récente. Le cycle long de l'investissement en participations non cotées pousse les investisseurs à prendre des décisions basées sur des facteurs autres que la performance à court terme.

D'autres classes d'actifs se situent entre les extrêmes du marché monétaire et des participations non cotées. Le temps nécessaire aux mécanismes de feedback correspond à peu près à l'horizon d'investissement du gestionnaire. Plus cet horizon est rapproché, plus court est le temps nécessaire à l'évaluation de sa compétence. Dans le domaine des titres cotés, un turnover élevé indique un horizon relativement rapproché, suggérant une évaluation à court terme des transactions du gestionnaire. Considérez qu'un turnover de 200 % correspond à une durée de détention moyenne de six mois. À l'inverse, un turnover de 20 % correspond à une durée de détention moyenne de cinq ans. Des stratégies au turnover réduit nécessitent une évaluation sur le long terme, leur donnant le temps de se déployer. Dans le domaine des participations non cotées, les horizons de temps nécessaires à l'évaluation d'un gestionnaire sont beaucoup plus éloignés.

Bien que le turnover du portefeuille définisse la durée de détention des positions et suggère un horizon de temps minimum pour évaluer les transactions du gestionnaire, les forces dirigeant les marchés brouillent souvent la vision de la performance d'un gestionnaire. Des mouvements s'étalant sur plusieurs années en ce qui concerne

l'attractivité relative des petites et grosses capitalisations, ou de la valeur par rapport à la croissance, soulignent l'importance de l'utilisation d'indices appropriés et allongent le temps nécessaire à l'évaluation de la compétence du gestionnaire. Les investisseurs sérieux évitent les décisions à l'emporte-pièce, optant pour une évaluation attentive et consciencieuse qui couvre le cycle de marché correspondant à un gestionnaire précis.

L'évaluation de la performance détermine au final le degré de confiance d'un investisseur envers un gestionnaire externe. La réévaluation des relations avec les gestionnaires place les investisseurs dans une position inconfortable, car les investisseurs sensés engagent un gestionnaire en vue de l'établissement d'une relation à long terme. La remise en question de la validité de la décision originelle d'engagement et l'examen continuel de la viabilité d'une relation avec un gestionnaire, provoque une certaine dissonance cognitive. Les investisseurs attentifs recherchent des partenariats stables à long terme, tout en évaluant la possibilité de leur dissolution.

Le degré de confiance dans un gestionnaire précis influence l'allocation du portefeuille, les gestionnaires qui inspirent une confiance solide recevant des capitaux plus importants. Une révision périodique de la taille des portefeuilles des gestionnaires permet à ces portefeuilles de refléter les opinions de l'investisseur concernant la compétence relative des gestionnaires. Une allocation aux gestionnaires bien pensée incorpore d'autres facteurs que la confiance, tels que l'attractivité d'une stratégie particulière, ou le nombre de gestionnaires disponibles pour l'exploitation d'un type précis d'opportunités. Ceci dit, l'évaluation de la performance joue un rôle dominant dans la détermination des allocations.

Grâce à une compréhension claire de l'approche des marchés d'un gestionnaire, les clients ont l'opportunité d'ajouter de la valeur par le processus de rééquilibrage du portefeuille. Si la taille des portefeuilles alloués aux gestionnaires reflète en général les préférences de l'investisseur, la performance récente peut être utilisée comme indicateur secondaire pour déterminer les souscriptions et les retraits. Même les gestionnaires les plus doués traversent des périodes de sous-performance attribuables au fait que certaines positions, une fois initiées, ne se comportent pas selon les attentes. Si, confrontée à des résultats médiocres, la motivation initiale de l'investissement demeure intacte, le fait d'ajouter des capitaux à la stratégie tombée en disgrâce augmente l'exposition à une opportunité au coût devenu encore plus attractif. Les gestionnaires ont tendance à réagir positivement au vote de confiance implicite représenté par l'arrivée de capitaux frais après une période de résultats médiocres.

À l'inverse, à la suite de périodes où la performance est meilleure que prévue, les clients sensés pensent à réduire l'allocation. Une performance extraordinaire vient vraisemblablement d'une combinaison du talent du gestionnaire et de conditions

de marché exceptionnellement favorables. Réduire l'allocation d'un gestionnaire qui surperforme et allouer des fonds à ceux qui sous-performent améliore en général la performance. Tout comme les gestionnaires se réjouissent d'un apport de capitaux, surtout quand leur style de gestion n'a pas la faveur du marché, ils n'apprécient pas le retrait des capitaux confiés. Les gestionnaires reprochent souvent au marché leurs résultats médiocres ; par contre, selon eux, c'est leur talent qui explique entièrement leurs bonnes performances…

Dans tous les cas, les clients sensés évitent les retraits de capitaux perturbants et coûteux. Les retraits exigent une attention particulière, car les coûts de transaction inutiles diminuent la performance du portefeuille. Les apports de fonds aux gestionnaires qui sous-performent et les retraits aux gestionnaires qui surperforment peuvent faire partie de l'activité de rééquilibrage d'un fonds, ne générant que les transactions nécessaires au contrôle du risque et facilitant le repositionnement à bon marché du portefeuille.

La rupture de contrat avec un gestionnaire

Les raisons de la rupture d'un contrat de gestion sont généralement liées à deux grandes catégories. Premièrement, la décision initiale d'engagement peut s'avérer avoir été une erreur. Indépendamment du sérieux de l'enquête approfondie, la véritable nature d'une relation d'investissement n'apparaît qu'après que le client et le gestionnaire ont travaillé ensemble pendant un certain temps. Le réexamen continuel des hypothèses de départ fait que les investisseurs en apprennent toujours plus sur le processus d'investissement, soit pour une confirmation des arguments ayant étayé la décision d'engagement initiale, soit pour révéler leurs failles. Deuxièmement, des changements de personnel, de philosophie ou de structure exigent une réévaluation de la relation. Des changements significatifs poussent les investisseurs sensés à voir autrement le gestionnaire, assujettissant la relation à une réévaluation approfondie.

L'aspect le plus difficile de la gestion d'un portefeuille de gestionnaires externes est le désengagement des relations s'avérant insatisfaisantes. Le côté désagréable d'avoir à évincer un gestionnaire pousse de nombreux investisseurs à rester dans des relations client/gestionnaire insatisfaisantes beaucoup plus longtemps que la prudence ne le voudrait. Les prétextes pour maintenir le *statu quo* abondent, fournissant des justifications superficielles dans le but d'éviter la tâche difficile qu'il conviendrait d'effectuer sans tarder.

Les investisseurs de haut niveau abordent l'évaluation des gestionnaires avec un état d'esprit analytique froid qui frise l'insensibilité. Une fois qu'un investisseur a déterminé que des erreurs ont conduit à l'engagement avec un gestionnaire, ou

que des changements font que celui-ci n'est plus adapté, la lettre de désengagement doit suivre immédiatement. En dernière analyse, les investisseurs attentifs doivent se demander si le gestionnaire en question serait engagé aujourd'hui. Une réponse négative implique la rupture.

LA STRUCTURE DE CONTRÔLE

Les opérations de back-office représentent une source de risque importante et pourtant souvent négligée. Les opérations de contrôle n'apparaissent pas sur le tableau d'évaluation de la plupart des gestionnaires institutionnels, car les investisseurs préfèrent se concentrer sur les questions de stratégie de gestion du portefeuille avant de décider de s'engager avec un gestionnaire. Les investisseurs ignorent les problèmes de structure de contrôle à leurs risques et périls ; une défaillance opérationnelle majeure fait passer les questions de contrôle interne d'un arrière-plan obscur à un rôle embarrassant sur le devant de la scène.

Les investisseurs d'un fonds de réserve sont confrontés à des risques concernant le contrôle aussi bien externe qu'interne. Les risques de contrôle internes comprennent les expositions initiées par les décideurs dans le courant des activités quotidiennes de gestion du portefeuille. Si tous les actifs étaient gérés en interne, les investisseurs ne seraient confrontés qu'à des questions de contrôle interne. Les procédures d'audit ordinaires sont centrées sur les pratiques internes, examinant l'efficacité et l'intégrité des systèmes conçus pour soutenir les opérations d'investissement. Les risques de contrôle externes comprennent les expositions initiées par les gestionnaires externes. Les activités d'audit traditionnelles évaluent rarement directement les systèmes de contrôle des gestionnaires externes, se reposant plutôt sur le travail effectué par leurs confrères dans ce domaine. Mais comme une chaîne n'est jamais plus solide que le plus faible de ses maillons, aussi bien les opérations internes d'un fonds de réserve que les opérations de back-office d'un gestionnaire externe exigent l'examen et la supervision les plus attentifs.

Des structures de contrôle inappropriées sont un terrain fertile en problèmes allant de la continuelle imposition de petits coûts divers aux catastrophes soudaines qui font la une des journaux. Les moyens de contrôle mal conçus exposent les investisseurs à la possibilité de fraude et de malfaçon. Si l'on veut éviter de se retrouver dans la détresse, il vaut mieux prévoir soigneusement. Malheureusement, les institutions ont tendance à se concentrer sur les opérations de back-office courantes seulement après avoir subi des pertes significatives.

Les organisations dédiées à l'investissement jouissent d'un passage en revue régulier, indépendant et intensif de leurs pratiques opérationnelles. Pour les structures de portefeuille les plus simples, les auditeurs internes et externes fournissent un tableau exhaustif des activités d'investissement, examinant les questions de sécurité les plus basiques concernant les portefeuilles de titres cotés. À mesure que des activités de gestion de portefeuille de plus en plus sophistiquées amènent une complexité croissante, les auditeurs généralistes sont confrontés à une tâche beaucoup plus difficile. Pour traiter efficacement les programmes d'investissement plus complexes, les investisseurs sensés engagent des spécialistes de qualité afin d'évaluer les pratiques internes et externes, procurant un outil important d'évaluation des aspects fréquemment ignorés de la gestion d'actifs.

Une équipe solide d'auditeurs provenant d'une société confirmée constitue la première ligne de défense contre les problèmes de contrôle interne. Bien qu'un audit approfondi représente un point de départ essentiel, dans le monde actuel de la gestion d'actifs, un tour d'horizon annuel ne suffit plus à évaluer correctement les pratiques en matière de gestion de portefeuille. Des audits occasionnels spécialisés effectués par une équipe d'experts fournissent un aperçu stratégique important sur les risques auxquels s'exposent les administrateurs de fonds, permettant de remédier aux problèmes existants et d'atténuer les risques de problèmes futurs.

Les audits spécialisés

Les audits spécialisés efficaces sont effectués par des experts de haut niveau par le biais d'une révision générale, libre et indépendante des pratiques de contrôle. En apportant une manière de voir nouvelle au processus de supervision, l'équipe d'enquêteurs pousse le personnel à remettre en question certaines hypothèses confortables concernant les opérations internes, incitant les individus à améliorer les procédures existantes. Les meilleures pratiques professionnelles constituent un critère grâce auquel on peut évaluer les activités actuelles et les efforts à fournir.

Depuis 1990, Yale a utilisé deux fois les services de PricewaterhouseCoopers et une fois ceux de Deloitte & Touche afin d'entreprendre un examen de fond en comble des opérations d'investissement de l'Université. Le premier bilan a fournit une quantité importante de feedback très utile, soulignant les risques inhérents aux activités de prêt de titres. Quelque peu réveillée par le rapport de PricewaterhouseCoopers, l'Université a adopté une vision nouvelle de son programme de prêt de titres géré en interne, concluant que des changements structurels de marché avait

transformé cette activité autrefois attractive en opération dangereuse et peu rémunératrice. En conséquence, l'Université cessa ses activités de prêt de titres, un choix qui s'avéra prémonitoire quand la débâcle du programme de prêt de titres du Common Fund éclata plus tard au grand jour[1].

Un deuxième audit spécialisé des opérations d'investissement de Yale, effectué par Pricewaterhouse Coopers, conclut que, bien que le suivi du back-office des gestionnaires externes par l'Université intégrât les « meilleures pratiques » du secteur, il restait des améliorations à apporter. Les habitudes du secteur impliquent une enquête relativement superficielle des contrôles internes chez les gestionnaires externes, et encore pas toujours. Comme les procédures de contrôle des gestionnaires externes contribuent à l'intégrité du cadre général de contrôle du risque au sein duquel opère le fonds de réserve, l'exposition au risque de l'Université dépend de la qualité de ces opérations externes parfois trop superficiellement évaluées.

Pricewaterhouse Coopers conclut que Yale avait l'opportunité de redéfinir les critères du secteur en comprenant mieux et en améliorant la structure de contrôle financier, tant interne qu'externe. La description ordinaire de cette tâche consiste à évaluer le respect des réglementations en vigueur, les opérations internes, les systèmes de comptabilité et de transactions, le soutien de professionnels de l'audit et de la jurisprudence, ainsi que les différentes politiques de valorisation des actifs, d'estimation du risque, de produits dérivés et de dessous de table. Les efforts de mise en conformité de Yale créent des occasions de diminuer le risque en introduisant chez les autres gestionnaires les pratiques de haut niveau décelées chez l'un d'entre eux, améliorant ainsi les procédures de contrôle de la globalité du portefeuille. Non seulement l'Université profite des éléments rassemblés lors de l'examen de la structure de contrôle des gestionnaires externes, mais le processus d'évaluation lui-même leur montre l'importance que Yale attache à la transparence des opérations internes. Une telle vigilance pousse les gestionnaires à consacrer le temps et l'énergie nécessaires à leurs activités de back-office.

---

1. Le programme de prêt de titres de Yale, géré de manière beaucoup plus conservatrice que le Common Fund, poursuivait une stratégie "matched book". Cela signifie que la maturité des prêts de titres correspondait à celle des investissements, l'Université générant des rendements en acceptant le risque de crédit sur le véhicule d'investissement. Poussée à examiner le problème par l'étude de Pricewaterhouse Coopers, Yale en a conclu que l'écart de taux était trop petit pour justifier son programme de prêt de titres. Le Common Fund, motivé par la faiblesse des écarts, a pris des risques significativement plus élevés pour pouvoir générer un rendement intéressant. Voir chapitre 6.

CONCLUSION

L'une des distinctions les plus importantes dans le domaine de l'investissement sépare les investisseurs qui sont capables de prendre de bonnes décisions en matière de gestion active, de ceux qui n'ont pas les ressources nécessaires pour le faire. La gestion donne la possibilité d'utiliser des classes d'actifs qui exigent des compétences supérieures, telles que les stratégies de performance absolue, les participations non cotées et les actifs réels. De plus, elle offre la possibilité de produire des rendements supérieurs à ceux du marché sur les actions domestiques et étrangères. À l'inverse, les investisseurs prudents qui ne possèdent pas de compétences en gestion active limitent leurs choix aux classes d'actifs cotés gérables passivement. Seuls les investisseurs stupides cherchent occasionnellement à battre le marché, ces tentatives servant d'ailleurs à alimenter les résultats des investisseurs talentueux dont c'est le métier.

Un cadre rigoureux de prise de décision sous-tend les opérations d'investissement réussies. Une définition claire des rôles respectifs du personnel dédié et du comité garantit que le personnel conduit les opérations, alors que les membres du comité assurent une supervision efficace. Sans un processus rigoureux, étayé par une analyse approfondie et appliqué avec discipline, les portefeuilles ont tendance à suivre les caprices de la mode. Des positions initiées sur la base d'une recherche superficielle et d'une fidélité au consensus ont peu de chances de procurer des résultats satisfaisants dans le monde si concurrentiel de la gestion d'actifs.

Un processus d'investissement efficace réduit l'inévitable fossé existant entre les objectifs de l'institution et l'activité des gestionnaires. Les conseillers s'efforcent de marquer le fonds de réserve de leur sceau durant leur mandat, les membres du personnel dédié recherchent la sécurité de l'emploi, et ces deux aspirations sont aux antipodes des objectifs à long terme de l'institution. En établissant et en conservant les opérations d'investissement comme partie intégrante de l'institution, les administrateurs augmentent la probabilité que les besoins de l'institution soient placés au-dessus des intérêts personnels.

Les intermédiaires tels que les consultants ou les fonds de fonds ajoutent un filtre supplémentaire au processus d'investissement, introduisant un dysfonctionnement qui nuit à la performance. Les institutions qui évitent de tels intermédiaires et embauchent du personnel qualifié ont beaucoup plus de chances de réussir.

Un processus de prise de décision transparent contribue significativement à la réussite de l'investissement, permettant aux investisseurs d'initier des positions contrariennes potentiellement intéressantes à long terme. En réduisant la pression de l'exigence de performances trimestrielles, on libère les gestionnaires afin qu'ils

créent des portefeuilles susceptibles de tirer parti des opportunités générées par les intervenants à court terme. Un environnement qui encourage les gestionnaires à faire des investissements inconfortables sur des actifs délaissés, et qui tolère les inévitables trébuchements, augmente la probabilité de la réussite en investissement.

La réussite à long terme exige un comportement contrarien individualiste fondé sur de solides principes d'investissement. Un cadre de prise de décision efficace surmonte les obstacles des groupes décisionnels trop larges et favorise la prise de risque bien pensée. Un processus de gouvernance intelligent et de haut niveau sert de base à un programme d'investissement réussi.

Les investisseurs sensés évaluent leurs relations avec les gestionnaires externes grâce à un équilibre entre les caractéristiques qualitatives et quantitatives. Les facteurs qualitatifs jouent un rôle central dans l'évaluation d'un gestionnaire, plaçant les individus au cœur des décisions de structuration d'un portefeuille. Parmi les variables les plus essentielles se trouvent la qualité des gestionnaires eux-mêmes, la solidité de leur philosophie d'investissement, et le caractère de la structure organisationnelle. Des réunions régulières en face à face constituent l'outil de gestion de la relation le plus important.

Les outils quantitatifs incluent les données de performance de chaque portefeuille, les indices de référence et les différents univers d'investissement des gestionnaires actifs. Se reposer trop sur la précision des chiffres conduit souvent à des décisions médiocres. Les investisseurs qui ne voient que les chiffres prennent le risque d'acheter au plus haut et de vendre au plus bas, s'engageant auprès d'un gestionnaire après ses bonnes performances et se désinvestissant après de mauvais résultats.

Les programmes d'investissement réussis exigent des relations ouvertes et honnêtes entre les clients institutionnels et les gestionnaires externes. Une communication directe et fréquente permet aux investisseurs de profiter d'opportunités de marché. Lorsqu'une baisse des cours permet l'achat d'actifs à des prix attractifs, les clients de qualité apportent des capitaux supplémentaires afin de pouvoir exploiter l'opportunité. À l'inverse, les gestionnaires sérieux qui rencontrent peu d'opportunités retournent leurs capitaux aux clients. Une telle activité ne peut s'instaurer que lorsqu'un degré élevé de confiance existe entre les gestionnaires et les clients.

L'évaluation de la performance motive les décisions d'allocation, de même que les conclusions concernant la compétence du gestionnaire influencent la confiance des investisseurs. Sous bien des aspects, l'investisseur se trouve face à une décision binaire. Si la confiance est là, les investisseurs ont le courage de se comporter de façon contrarienne, soutenant les gestionnaires traversant une série de résultats médiocres. Si un investisseur n'a pas suffisamment confiance pour augmenter son exposition à un gestionnaire sous-performant, alors ils devraient s'en séparer.

Annexe

Les emprunts obligataires bâtards

Les produits de taux dominent tous ces segments de marché qui ne peuvent jouer aucun rôle positif dans un portefeuille. Bien que les obligations du gouvernement américain, absolument sûres et non remboursables avant échéance, jouent un rôle essentiel et précieux dans un portefeuille, les obligations du secteur privé, les obligations à haut rendement, les obligations étrangères et les titres adossés à des actifs ont des caractéristiques inattractives qui plaident contre leur participation à un portefeuille bien structuré. Les produits de taux secondaires représentent une part importante des choix en matière d'investissement. De nombreux intervenants allouent des capitaux aux obligations du secteur privé et aux titres adossés à des hypothèques, espérant générer des rendements supplémentaires sans prendre plus de risque. La compréhension des inconvénients de certains choix d'investissement en produits de taux, surtout par rapport à leur pertinence vis-à-vis des objectifs de cette classe d'actifs, aide les investisseurs à prendre des décisions bien informées.

LES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES AMÉRICAINES

Les détenteurs d'obligations du secteur privé effectuent un prêt à l'entreprise émettrice qui emprunte de l'argent. Dans la structure du capital d'une entreprise, la dette est en meilleure posture que les actions, ce qui fait que les obligations émises par une entreprise démontrent un risque fondamental moins important que ses actions. Comme les obligations comportent moins de risque que les actions, les investisseurs en produits de taux s'attendent à des rendements moins élevés que les

investisseurs en actions. Malheureusement pour les investisseurs, les obligations du secteur privé comprennent toute une variété de caractéristiques inattractives incluant le risque de crédit, l'illiquidité et la possibilité d'être remboursées avant échéance. Même si les investisseurs en obligations d'entreprise perçoivent une juste compensation pour ces caractéristiques inattractives, les investisseurs sensés reconnaissent que le risque de crédit et la remboursabilité des obligations du secteur privé sapent le pouvoir diversifiant attendu de la détention de produits de taux.

Le risque de crédit

Le risque de crédit vient de la possibilité qu'une entreprise ne soit plus en mesure de rembourser sa dette en temps et en heure. Les agences de notation telles que Standard & Poor's et Moody's Investor Service publient des bulletins évaluant la qualité des émissions obligataires, se proposant de donner une note à la probabilité de remboursement de chaque emprunt. Les facteurs les plus importants dans l'évaluation de la capacité de remboursement d'un émetteur d'obligations résident dans la taille du matelas capitalistique étayant la dette et dans la quantité de cash flow assurant son règlement. Les notations assignées aux emprunteurs les plus fiables vont de triple A (la plus élevée) à triple B. Les obligations à haut rendement, appelées également obligations « pourries », obtiennent des notes égales ou inférieures à double B. Les obligations les moins bien notées contiennent un risque de crédit plus élevé et ont des caractéristiques proches de celles des actions.

Moody's décrit les obligations triple A comme étant « de la meilleure qualité » et « comportant le niveau de risque le plus faible », « les intérêts étant garantis et le nominal sécurisé ». Les obligations double A démontrent « une grande qualité selon tous les critères », et les obligations simple A « possèdent des caractéristiques d'investissement favorables ». La catégorie la plus basse (triple B) manifeste une sécurité suffisante « dans le présent » mais « manque de caractéristiques d'investissement observables »[1]. Malgré les nuances de gris introduites dans la description de la catégorie triple B, Moody's donne une image lumineuse des obligations les mieux notées.

Malheureusement, du point de vue d'un investisseur en obligations du secteur privé, les obligations triple A ne peuvent que décliner en termes de risque de crédit. Parfois, leurs détenteurs font l'expérience d'une dégradation de leur note vers des catégories moins attractives mais cependant encore propres à l'investissement.

1. Marie Nelson, "Debt Ratings", *Moody's Investors Service*, 23 July 2003.

D'autres fois, les détenteurs sont confrontés à une détérioration continue et interminable du crédit qui se termine par une descente aux enfers des obligations pourries. De temps en temps, une obligation triple A se maintient telle quelle. Mais en aucun cas elle ne peut s'améliorer.

IBM illustre le problème auquel sont confrontés les détenteurs d'obligations du secteur privé. L'entreprise n'a jamais émis d'obligations à long terme avant la fin des années 70 car avant cela, IBM a toujours généré un cash flow suffisant. Anticipant un besoin de financement externe, l'entreprise fit appel au marché fin 1979 par une émission de 1 milliard de dollars, représentant le plus gros emprunt obligataire de tous les temps. IBM obtint un triple A et une valorisation très élevée de son émission, ce qui eut pour résultat un écart infime avec les obligations du Trésor et (du point de vue de l'investisseur) une sous-estimation des risques de crédit et de remboursement anticipé. Les investisseurs en obligations parlaient de « l'effet de rareté » des obligations IBM, permettant à l'entreprise d'emprunter à un taux inférieur à celui des obligations d'État en tenant compte de l'ajustement au risque. Sur le plan de la qualité du crédit, la dette d'IBM ne pouvait qu'aller vers le bas. Vingt-huit ans plus tard, la dette d'IBM n'obtenait qu'un simple A, ne parvenant pas à justifier à la fois l'évaluation initiale des agences de notation et l'enthousiasme précoce des investisseurs pour les obligations d'IBM.

Les investisseurs en obligations n'ont pas eu l'occasion de prêter à l'entreprise IBM des années 60 et 70, qui croissait rapidement et générait un cash flow extraordinaire. Au lieu de cela, il leur a été laissé le choix d'apporter des capitaux à l'entreprise IBM des années 80 et 90, qui avait besoin de quantités énormes de liquidités. À mesure que l'entreprise mûrissait et que ses exigences en termes de financement externe s'accroissaient, sa qualité de crédit s'éroda lentement.

Comparons cette lente érosion de la qualité de crédit d'IBM à des cas où cette qualité décline brutalement. Début avril 2002, la dette de WorldCom affichait un simple A de la part de Moody's, positionnant clairement les obligations de cette entreprise de télécommunications dans le camp des investissements intéressants. Le 23 avril, Moody's dégrada WorldCom à triple B, juste un peu au-dessus des obligations pourries, car l'entreprise bataillait contre une demande moins grande de la part des consommateurs et des problèmes concernant sa comptabilité. Un peu plus de deux semaines plus tard, après la démission le 9 mai de Bernard Ebber, directeur général, Moody's abaissa la note de WorldCom à double B, c'est-à-dire au statut d'obligation pourrie. D'après Bloomberg, l'entreprise obtint ainsi le titre douteux de « plus gros emprunteur à avoir été dégradé au statut d'obligation pourrie »[1].

1. "WorldCom's Credit Rating Sliced to Junk by Moody's", *Bloomberg*, 9 May 2002.

Pour le plus grand malheur des créanciers de WorldCom, la descente en flammes continua. Le 20 juin, Moody's attribua la note simple B à la dette de WorldCom, citant un report de versement des intérêts sur certaines obligations de l'entreprise. Une semaine plus tard, Moody's abaissa la note de WorldCom à simple C, caractérisée par l'agence de notation comme étant « hautement spéculative ». Au milieu du mois suivant, le 15 juillet, l'entreprise manqua à ses engagements de remboursement d'une dette portant sur 23 milliards de dollars. Enfin, le 21 juillet, WorldCom déclara la plus grosse faillite de toute l'histoire de l'économie, affichant des pertes de 100 milliards de dollars.

Le passage de WorldCom d'un simple A (c'est-à-dire du statut d'entreprise possédant « les facteurs apportant la sécurité des intérêts et du nominal ») à la faillite a pris moins de trois mois. La plupart des détenteurs de ces obligations ont contemplé impuissants le naufrage de WorldCom et la destruction de milliards de dollars par ce que Moody's a décrit comme étant « un défaut de paiement record »[1].

Dans la dernière étape de cette spirale mortelle, le cours de l'obligation à 6,75 % mai 2008 de WorldCom passa de 82,34 dollars la semaine précédent la dégradation par Moody's à 12,50 après la faillite. Les actionnaires s'en sont encore moins bien sortis. De la semaine précédant la dégradation à la date de la faillite, le cours de l'action s'effondra de 5,98 dollars à 14 cents. Si on mesure la chute à partir du cours le plus haut, ce sont les actionnaires qui ont le plus pâti. L'obligation mentionnée s'échangeait à 104,07 dollars le 8 janvier 2002, ce qui donne une perte de 88 % au jour de la déclaration de faillite. Les actionnaires ont pu observer le cours de 61,99 dollars le 21 juin 1999, un plus haut absolu qui donne donc une perte de 99,8 % à la date de cessation d'activité de l'entreprise.

Il est clair que, du point de vue spécifique des titres, l'effondrement de WorldCom a plus lésé les actionnaires que les détenteurs d'obligations, ce qui confirme la notion que les actions sont plus risquées que les obligations. Cependant, ironiquement, les actionnaires ont probablement plus facilement récupéré leur mise que les créanciers. La clé de cette contradiction apparente réside dans la plus grande capacité d'un portefeuille d'actions à absorber l'impact dû à l'effondrement d'un titre. Comme les actions ont la possibilité de doubler, tripler ou quadrupler en valeur, un portefeuille d'actions contient un certain nombre de positions qui peuvent plus que neutraliser une perte. À l'inverse, les obligations de qualité procurent très peu d'opportunités d'appréciation importante. Cet autre aspect de la distribution négative des rendements lèse les détenteurs d'obligations de façon spectaculaire.

---

1. Sharon Ou and David T. Hamilton, "Moody's Dollar Volume-Weighted Default Rates", *Moody's Investors Service*, March 2003.

La détérioration de la capacité de remboursement d'IBM, qui dura presque trois décennies, et l'effondrement beaucoup plus rapide de la notation de WorldCom reflétèrent une tendance plus générale du marché de la dette d'entreprise. Durant les dernières années, les dégradations ont de loin dépassé en nombre les revalorisations, obligeant les détenteurs d'obligations à gérer de puissants vents contraires. Durant les deux décennies se terminant le 31 décembre 2006, Moody's Investor Service a dégradé 6 907 émissions obligataires et n'en a revalorisé que 4 087. Durant la seule dernière décennie, 7 003 milliards de dollars de dette se sont détériorés sur le plan de la qualité contre 3 931 milliards qui se sont améliorés.[1]

Le déclin général des critères de confiance vient en partie de l'augmentation continue de l'effet de levier dans les entreprises américaines. Le 30 juin 1987, le ratio dette/capital des entreprises du S&P 500 s'élevait à 0,6, indiquant que les entreprises constituant l'indice détenaient 60 cents de dette pour chaque dollar de capital. La popularité de l'effet de levier s'étant accrue, le 30 juin 1997, le même ratio s'élevait à 0,9. Le 30 juin 2007, le S&P 500 affichait un ratio dette/capital de 1,03, montrant que les niveaux d'endettement dépassaient le capital de 3 %. À mesure que le niveau d'endettement des entreprises s'accroissait, la sécurité des prêteurs diminuait.

Sans surprise, l'augmentation de l'endettement a nui aux revenus. Observez le ratio cash flow disponible/remboursement de la dette. Le 30 juin 1987, les entreprises constituant le S&P 500 affichaient 4,70 dollars de cash flow pour chaque dollar de remboursement de la dette. Le 30 juin 2007, ce même ratio était descendu à 3,80 dollars de cash flow chaque dollar de remboursement. De toute évidence, la sécurité des détenteurs d'obligations diminuait à mesure que le cash flow baissait par rapport aux charges fixes.

Les livres comptables et les déclarations de revenus disent la même chose. Les ratios dette/capital ont augmenté sensiblement ces vingt dernières années, indiquant une détérioration du crédit des entreprises. Les ratios concernant le cash flow se sont également significativement détériorés dans la même période, suggérant un déclin de la santé financière des entreprises. Les deux facteurs ont contribué au nombre plus élevé de dégradations des agences de notation par rapport aux revalorisations.

En plus des facteurs fondamentaux, la nature particulière des entreprises qui émettent des obligations a pu contribuer au nombre plus élevé de dégradations. L'univers des émetteurs d'obligations est constitué d'entreprises en général matures. Les entreprises plus jeunes, dont la croissance est plus forte, ont tendance à être moins présentes dans les rangs des émetteurs, car elles n'ont bien souvent pas besoin de financement externe. Les investisseurs obligataires ne peuvent acheter la dette de

1. Source : Moody's Investors Service.

Microsoft car l'entreprise n'éprouve pas le besoin de faire appel au marché obligataire pour son financement. Ils peuvent par contre acheter la dette de Ford, car l'entreprise a besoin de quantités énormes de financement externe. Si le groupe des émetteurs d'obligations exclut les entreprises à croissance forte, génératrices de cash flow, et inclut des entreprises plus matures, consommatrices de liquidités, les investisseurs obligataires doivent s'attendre à voir plus de détériorations que d'améliorations dans les crédits. Indépendamment de la cause, si le passé nous éclaire sur l'avenir, les investisseurs en obligations du secteur privé peuvent s'attendre à des mauvaises nouvelles plus nombreuses que les bonnes sur le plan des conditions de crédit.

La liquidité

La liquidité des émissions obligataires du secteur privé pâlit en comparaison de celles du Trésor américain, qui s'échangent sur le marché le plus vaste et le plus liquide du monde. La plupart des émissions privées ont tendance à s'échanger rarement, car de nombreux détenteurs les achètent lors de l'offre initiale et les conservent jusqu'à échéance, poursuivant des stratégies « buy-and-hold ».

Pourtant, les investisseurs obligataires attachent une grande valeur à la liquidité. Comparez les émissions du Trésor américain aux obligations du Private Export Funding Corporation (PEFCO). Même si les deux types d'obligations jouissent de la garantie du gouvernement américain, les obligations de PEFCO, moins liquides, s'échangent à des cours qui produisent des rendements de 0,6 points de pourcentage plus élevés que ceux des obligations d'État de maturité comparable. La différence de rendement tient à la valeur que le marché attache à la liquidité. La liquidité de la plupart des obligations d'entreprises a tendance à être plus proche de celle de PEFCO que de celle du Trésor, suggérant que le manque de liquidité explique en grande partie l'écart de rendement des obligations d'entreprise.

L'option de remboursement avant échéance

L'option de remboursement avant échéance pose un problème épineux aux investisseurs en obligations d'entreprises. Celles-ci émettent souvent des obligations comportant une clause de remboursement anticipé permettant à l'émetteur de rembourser les obligations après une certaine date à un prix fixe. Si les taux d'intérêt baissent, les entreprises remboursent les obligations existantes qui subissent des

taux supérieurs à ceux du marché, refinançant l'émission à un taux plus bas, et effectuant ainsi des économies sur le remboursement de leur dette.

Le détenteur d'obligations d'entreprise est confronté à une situation du type : « Face, tu perds ; pile, je gagne ». Si les taux baissent, l'investisseur perd le coupon devenu plus élevé à cause du remboursement à prix fixe. Si les taux montent, l'investisseur détient alors une obligation au coupon bas, et se retrouve perdant par rapport au marché. Le manque de symétrie dans la réaction d'une obligation remboursable aux mouvements des taux d'intérêt favorise l'entreprise émettrice au détriment des détenteurs.

L'asymétrie implicite de la clause de remboursement anticipé des obligations du secteur privé remet en question la force et la sophistication du marché. Pourquoi de nombreuses obligations d'entreprise contiennent-elles des clauses de remboursement anticipé ? Pourquoi le détenteur ne pourrait-il pas lui aussi se faire rembourser l'obligation à un prix fixe lorsque cela l'arrange ?[1] Il est certain que si une hausse des taux fait baisser le cours des obligations, les investisseurs aimeraient pouvoir vendre à un prix fixe aux émetteurs leurs obligations dévalorisées. La réponse au pourquoi de cette asymétrie réside dans une plus grande sophistication des émetteurs par rapport à celle des acheteurs d'obligations.

C'est un fait que les marchés obligataires attirent des analystes d'un niveau de qualité et de sophistication inférieur à celui des analystes actions, même si la complexité de la tâche à laquelle est confronté l'analyste des produits de taux dépasse largement la difficulté du travail de l'analyste actions. Les investisseurs en obligations d'entreprise doivent être familiers non seulement de la complexité des marchés de taux, mais aussi des problèmes qu'implique la valorisation des actions. Comme la compréhension du matelas fourni par la capitalisation d'une entreprise s'avère essentielle à l'évaluation de sa capacité de remboursement de sa dette, les analystes obligataires doivent évaluer précisément le cours des actions d'une entreprise. Ironiquement, comme la rémunération des analystes actions talentueux dépasse de loin celle des analystes tout aussi talentueux de produits de taux, le talent glisse vers le travail plus simple d'analyse des actions.

---

1. Une option "put" permet à son détenteur de vendre un titre à un prix fixé d'avance durant une période définie. Si une émission obligataire incluait une option "put", son acheteur jouirait du droit de vendre l'obligation à l'émetteur à un prix fixé d'avance durant la période spécifiée dans le contrat synallagmatique.

La distribution biaisée des résultats

Au sommet des dangers encourus par les investisseurs en obligations d'entreprises se dresse un handicap supplémentaire. La distribution des rendements obligataires du secteur privé démontre un biais négatif. Le meilleur résultat qu'on puise attendre de la détention d'obligations jusqu'à leur maturité consiste à recevoir des versements d'intérêts réguliers et un remboursement final de la valeur nominale. Le pire résultat est la perte totale de l'investissement. L'asymétrie que représentent un gain limité et une perte éventuelle totale produit une distribution des résultats qui contient un biais dangereux pour les investisseurs.

Les périodes de détention plus courtes démontrent le même problème de distribution. Le retour du capital à maturité (ou prématurément lors de l'exercice par l'entreprise de l'option de remboursement anticipé) limite le potentiel d'appréciation. Plus la date de ce remboursement est proche, plus grand est l'effet tampon. Dans le cas d'une détérioration de la note de crédit, les détenteurs subissent alors moins la baisse subséquente. Lorsque les perspectives d'une entreprise se détériorent, le cours de ses obligations baisse car les investisseurs exigent des rendements plus élevés pour une émission devenue plus risquée. Dans le pire scénario d'insolvabilité, les investisseurs obligataires peuvent subir une perte totale. Que ce soit pour la détention d'obligations jusqu'à leur maturité ou pour des durées plus courtes, les investisseurs obligataires ont affaire à une distribution négativement biaisée des résultats, avec une limite à la hausse décidemment inattractive et la possibilité d'une baisse illimitée.

Les investisseurs préfèrent largement les distributions positivement biaisées. Les investisseurs actifs sur les marchés actions apprécient les positions au risque de baisse limité, assuré par une valorisation déjà faible, et aux possibilités de hausse substantielle, motivée par un potentiel d'amélioration opérationnelle. Dans de telles circonstances, les investisseurs voient une forte probabilité de préserver le capital et une possibilité tout aussi forte de gains substantiels. Les distributions positivement biaisées des résultats espérés surpassent de toute évidence les distributions négativement biaisées, ajoutant un obstacle supplémentaire aux investisseurs en produits de taux.

La convergence d'intérêts

Les intérêts des actionnaires et ceux des prêteurs divergent spectaculairement. Les actionnaires profitent de la réduction du poids de la dette. Et ils pâtissent de

l'augmentation de son coût. Dans la mesure où les dirigeants d'entreprise servent les intérêts des actionnaires, les détenteurs d'obligations doivent se tenir sur leur garde.

Observez la valeur d'entreprise d'une entité industrielle. Les analystes l'évaluent en calculant à la fois le passif et l'actif des livres comptables. L'actif contient des valeurs difficiles à estimer. Quel prix peut le mieux refléter la valeur de marché exacte des divers équipements que possède Ford ? Que rapporte à Ford sa marque mondialement connue ? Même les analystes les plus zélés reculent devant l'idée d'effectuer l'inventaire point par point de l'entreprise afin d'en évaluer l'actif global.

Le passif contient quant à lui des charges plus faciles à évaluer. L'addition de la valeur de marché de la dette d'une entreprise et de la valeur de marché de son capital donne la valeur d'entreprise d'une entité industrielle. La valeur d'entreprise représente le prix qu'un investisseur devrait payer pour l'acheter dans sa totalité. Si tout le capital était acheté au prix du marché et si toute la dette et les autres charges étaient achetées au prix du marché, l'acheteur serait propriétaire de l'entreprise toute entière (libre de dette !).

De cette description de la situation de la dette et du capital d'une entreprise découle le principe financier fondamental selon lequel la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure capitalistique. Comme un investisseur possède le pouvoir de démanteler la structure capitalistique d'une entreprise et d'en créer une autre, la valeur d'entreprise d'une entité industrielle est indépendante de son financement. Par exemple, un investisseur pourrait neutraliser l'effet de levier des comptes d'une entreprise en rachetant sa dette. À l'inverse, un investisseur pourrait créer un effet de levier en empruntant pour acheter les actions d'une entreprise. Comme les investisseurs peuvent supprimer ou créer du levier indépendamment des activités de l'entreprise, la valeur d'entreprise est indépendante de la structure du capital de la société. Si l'entreprise jouit d'un accès privilégié au financement de sa dette, soit grâce à sa solvabilité soit grâce à des avantages fiscaux, alors la valeur d'entreprise peut être améliorée par l'augmentation du levier comptable.

La définition de la valeur d'entreprise souligne le conflit clair et direct entre actionnaires et détenteurs d'obligations. La valeur de l'entreprise réside dans la somme de la valeur de la dette et de la valeur du capital. Dans la mesure où les dirigeants d'une entreprise réduisent la valeur de la position des prêteurs, les propriétaires du capital en profitent. Les actionnaires gagnent à imposer des pertes aux détenteurs d'obligations.

Comme les intérêts des dirigeants d'entreprise sont alignés sur ceux des actionnaires, les détenteurs d'obligations se retrouvent en position défavorable. Reconnaissant la vulnérabilité venant du fait de se reposer sur les dirigeants d'entreprise pour protéger les intérêts des prêteurs, les investisseurs en obligations du secteur

privé utilisent des contrats compliqués, appelés contrats synallagmatiques, qui cherchent à obliger les émetteurs d'obligations à servir les intérêts des prêteurs. Malheureusement pour ces derniers, même les contrats rédigés par les avocats les plus expérimentés s'avèrent incapables d'influencer le comportement des entrepreneurs dans la direction désirée, surtout quand les actions attendues vont à l'encontre de l'intérêt économique des dirigeants.

À certains moments, le transfert de richesse des prêteurs aux actionnaires s'effectue de façon spectaculaire. Lorsque des entreprises s'engagent dans des LBO ou des transactions de recapitalisation avec effet de levier, leur niveau de dette augmente considérablement. Cette augmentation de la dette accroît le risque pour les prêteurs, menant directement à une baisse de la valeur des positions obligataires existantes. Le LBO de KKR sur RJR Nabisco en 1989 illustre la perte subie par les détenteurs d'obligations lorsque les niveaux de dette explosent. Pendant la guerre des enchères sur RJR, à mesure que le prix offert pour l'acquisition de l'entreprise augmentait jusqu'à des niveaux confinant à l'absurde, le poids de la dette suivait le même chemin. Avant le LBO, les charges de RJR Nabisco s'élevaient à moins de 12 milliards de dollars, et à 35 milliards après le LBO. En conséquence du changement spectaculaire dans la structure du capital, les détenteurs d'obligations antérieures au LBO perdirent environ 1 milliard de dollars alors que les actionnaires jouirent d'une plus-value de 10 milliards. Les pertes des détenteurs d'obligations allèrent directement dans la poche des actionnaires.

Dans d'autres situations, la direction utilise des méthodes plus subtiles pour désavantager les prêteurs. Simplement en cherchant à emprunter au moindre coût et dans les conditions les plus souples, les dirigeants agissent de manière à léser les détenteurs d'obligations. Mis à part le fait de s'efforcer d'obtenir les taux d'emprunt les plus bas, les émetteurs d'obligations peuvent inclure des options de remboursement anticipé à des prix qui leur sont favorables ou des provisions de fonds perdus avantageusement structurées. À l'exercice d'une option de remboursement anticipé, les détenteurs d'obligations pâtissent au profit des actionnaires. Les entreprises peuvent négocier les termes des contrats synallagmatiques afin qu'ils laissent toute latitude à la direction, y compris la possibilité d'entreprendre des actions qui lèsent les intérêts des prêteurs.

La seule retenue poussant les dirigeants d'entreprise à ménager les détenteurs d'obligations vient d'un désir de conserver l'accès aux marchés du financement de la dette. Des actions répétées et exagérées aux dépens des détenteurs d'obligations peuvent conduire à un blocage temporaire dans la capacité d'une entreprise à emprunter à des conditions favorables. Mais les transactions les plus susceptibles de soulever la colère des prêteurs, comme les LBO et les recapitalisations avec effet

de levier, arrivent peu souvent, permettant à la mémoire du marché de s'estomper avant que l'entreprise ait de nouveau besoin d'emprunter. Certaines actions plus subtiles entreprises par la direction pour chiper dans la poche des détenteurs d'obligations sont à peine remarquées. En se mettant dans une position défavorable vis-à-vis des dirigeants d'entreprise, les détenteurs d'obligations s'exposent à des pertes potentielles.

Les caractéristiques du marché

Au 31 décembre 2006, la valeur de marché des obligations d'entreprises de qualité totalisait 1 700 milliards de dollars. Le rendement à maturité s'élevait à 5,7 %, à la condition que des changements dans la qualité du crédit n'altèrent pas ce rendement anticipé. La maturité et la duration moyennes s'élevaient respectivement à 10,1 et 6,1 ans[1].

Résumé

De nombreux investisseurs achètent des obligations du secteur privé, espérant obtenir quelque chose gratuitement en engrangeant un rendement supérieur à celui procuré par les obligations du Trésor américain. Si les investisseurs percevaient une prime suffisante, bien supérieure au taux des obligations garanties par l'État, afin de compenser le risque de crédit, l'illiquidité et l'option de remboursement avant échéance, alors les obligations d'entreprise pourraient avoir leur place dans les portefeuilles. Malheureusement, dans des circonstances normales, les investisseurs ne perçoivent qu'une maigre compensation pour les caractéristiques désavantageuses de la dette d'entreprise. En fin de compte, les rendements légèrement supérieurs s'avèrent illusoires car le risque de crédit, l'illiquidité et l'optionalité travaillent contre le détenteur d'obligations du secteur privé, laissant finalement moins que rien à l'investisseur.

Les investisseurs en obligations du secteur privé se retrouvent du mauvais côté du manche car les intérêts des dirigeants d'entreprise sont beaucoup plus alignés sur les aspirations des actionnaires que sur les objectifs des prêteurs. Un handicap supplémentaire pour les investisseurs en obligations d'entreprise réside dans le

1. Source : Lehman Brothers.

biais négatif de la distribution des résultats, limitant le potentiel de hausse sans pour autant atténuer la possibilité de baisse.

Leurs caractéristiques sécuritaires justifient la présence des produits de taux dans un portefeuille bien diversifié. Malheureusement, dans les périodes difficiles, le risque de crédit et l'optionalité sapent la capacité des obligations d'entreprise à protéger les portefeuilles des influences des crises financières et de la déflation. Durant les périodes de trouble économique, la capacité d'une entreprise à assumer ses obligations contractuelles diminue, provoquant la baisse des cours obligataires. Dans des environnements de baisse des taux, qu'elle soit due à une fuite vers la qualité ou à une déflation, l'option de remboursement anticipé est exercée par l'entreprise, privant ainsi les détenteurs d'un coupon à haut rendement. Les investisseurs sensés évitent la dette des entreprises car le risque de crédit et l'optionalité sabotent la capacité de ces produits de taux à protéger les portefeuilles en cas de perturbations économiques.

Les rendements historiques confirment le fait que les investisseurs perçoivent une compensation insuffisante pour l'ensemble des risques inhérents à la dette d'entreprise. Pour les dix ans se terminant le 31 décembre 2006, les rapports de Lehman Brothers indiquaient des rendements annualisés de 6 % pour les obligations du Trésor américain et de 6,5 % pour les obligations de qualité du secteur privé. Bien que des différences de caractéristiques de marché et d'influençabilité selon la période faussent un peu la comparaison, la différence de 0,5 % par an entre les obligations d'État et celles des entreprises ne parvient pas à compenser le risque de défaut, l'illiquidité et l'optionalité. Les obligations du gouvernement américain représentent une alternative bien plus intéressante.

LES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT

Les obligations à haut rendement sont des titres d'entreprises qui ne correspondent pas aux critères de qualité des grosses sociétés, et donc reçoivent des notes inférieures de la part des agences de notation. La catégorie la plus élevée des obligations pourries est notée double B, ce que Moody's décrit comme comportant « des éléments spéculatifs », et conduit à un avenir « ne pouvant pas être considéré comme bien assuré ». Plus bas, les obligations notées simple B « ne possèdent pas les caractéristiques d'un investissement souhaitable », les triple C ont « un statut médiocre », les double C « sont spéculatives à un haut degré », et la catégorie la

plus basse des obligations (simple C) « possède des probabilités extrêmement faibles de jamais parvenir au rang de véritable investissement »[1].

Les obligations à haut rendement présentent une version concentrée des caractéristiques inattractives de la dette d'entreprise. Le risque de crédit sur le marché des obligations pourries dépasse de loin les niveaux de risque des obligations de qualité. L'illiquidité y est élevée, les emprunts les moins bien notés ne s'échangeant que de gré à gré. L'optionalité pose le problème familier de type « face, tu gagnes ; pile, je perds » aux détenteurs d'obligations pourries, avec un revers supplémentaire.

Les détenteurs d'obligations de qualité et d'obligations pourries sont tous confrontés à des problèmes d'optionalité dans des environnements de baisse des taux d'intérêt. Des taux plus bas poussent les entreprises à rembourser les obligations à prix fixe et à en réémettre de nouvelles à un taux inférieur. Les détenteurs d'obligations de qualité et d'obligations pourries sont donc confrontés à un risque de remboursement anticipé de même nature, dû aux taux d'intérêt.

Mais en plus de la possibilité de perdre leurs avantages dans un environnement de baisse des taux, les détenteurs d'obligations pourries sont menacés d'incapacité à profiter d'une éventuelle amélioration du crédit de l'entreprise. L'un des objectifs des acheteurs d'obligations pourries est d'identifier les entreprises qui possèdent de meilleures perspectives d'avenir, conduisant à une capacité plus grande de rembourser leur dette, à de meilleures notes de la part des agences de notation, et à une hausse des cours de leurs obligations. L'option de remboursement anticipé à prix fixe sert à limiter la possibilité pour les investisseurs en obligations pourries de profiter de l'amélioration des fondamentaux de l'entreprise, ce qui constitue encore un moyen d'avantager les actionnaires aux dépens des détenteurs d'obligations.

Packaging Corporation of America

Réfléchissez au destin des investisseurs en obligations à 9,625 % avril 2009 de Packaging Corporation of America (PCA). Émises par un fabricant d'emballages et de cartons ondulés dont la structure capitalistique comprenait un effet de levier très élevé, les obligations portaient lors de l'offre initiale en avril 1999 un coupon supérieur de 500 points de base aux obligations du Trésor de maturité comparable, et affichaient une note de crédit se situant tout en bas de la catégorie simple B. D'après Moody's Investor Service, la note simple B indiquait que « l'assurance du paiement des intérêts et du nominal, de même que du respect des autres termes du

1. Nelson, "Debt Ratings", *Moody's Investors Service*.

contrat sur une longue période, était faible »[1]. Les acheteurs de ces obligations espéraient sans aucun doute un avenir meilleur grâce auquel la probabilité de respect des termes du contrat serait plus élevée. Peut-être que les investisseurs anticipaient une amélioration des fondamentaux de l'entreprise, un marché obligataire haussier, ou les deux.

L'obligation à 9,625 % avril 2009 de PCA procura plus de 530 millions de dollars à la société de participations privées Madison Dearborn pour son achat en LBO de cette filiale emballages de Tenneco. La note simple B venait naturellement de l'effet de levier très élevé inhérent à la transaction de LBO. Au moment de l'émission de l'obligation, au deuxième trimestre 1999, PCA supportait une dette nette de 1,639 milliard de dollars, représentant un niveau d'endettement égal à 4,9 fois son capital.

En janvier 2000, PCA proposa une partie de son capital lors d'une introduction en bourse organisée au sommet d'un marché haussier de deux décennies. Garanties par Goldman Sachs, les 46,25 millions d'actions proposées à 12 dollars ont levé 555 millions de dollars pour l'entreprise. En ce qui concerne les créanciers, l'obligation à 9,625 % avril 2009 conservait sa note simple B et un prix proche de la parité.

Peu après l'introduction en bourse de l'entreprise, l'amélioration de crédit tant espérée de PCA eut lieu. Au deuxième trimestre 2000, la dette nette déclina à 1,271 milliard de dollars, ramenant le ratio dette/capital à 2,2. En avril 2000, Moody's haussa la note de simple B3, le niveau le plus bas de la catégorie B, à B2, le niveau moyen. De bonnes nouvelles ont suivi en septembre 2000, Moody's haussant la note de l'obligation à 9,625 % avril 2009 de PCA jusqu'à B1, le sommet de la catégorie B. En à peine dix-huit mois, la qualité de ces titres démontra une amélioration significative.

L'évolution positive de la situation financière de PCA continua. Au troisième trimestre 2001, l'entreprise remboursa suffisamment de sa dette pour ramener les emprunts à 751 millions de dollars, portant le ratio dette/capital à 1,1. Moody's Investor Service reconnut cette amélioration en donnant à la dette de PCA la note de double B, menant les investisseurs de la « faible assurance » du simple B à la bien meilleure « situation d'incertitude » qui caractérise les obligations notées double B.

Au deuxième trimestre 2003, les détenteurs d'obligations étaient dans une bien meilleure situation qu'en janvier 2000. Durant cette période, la dette nette avait décliné de 1,292 milliard de dollars à 607 millions. Le ratio dette/capital avait baissé de 2,4 à 0,9. Les fondamentaux du crédit de l'entreprise avaient énormément changé en faveur des investisseurs en obligations pourries de PCA.

---

1. *Ibid.*

Non seulement les obligations à 9,625 % avril 2009 de PCA avaient profité de la capacité de l'entreprise à rembourser sa dette, améliorant ainsi le statut des charges restantes, mais les obligations avaient aussi profité d'une baisse spectaculaire des taux d'intérêt. En janvier 2000, les taux à dix ans du Trésor américain s'élevaient à 6,7 %. En juin 2003, ils avaient diminué de moitié, ne promettant plus que 3,3 % aux investisseurs. Le puissant rallye haussier obligataire et l'amélioration spectaculaire du crédit de PCA se combinèrent pour faire monter le cours des obligations à 9,625 % avril 2009 de l'entreprise de la parité au début 2000 à environ 108 dollars en juin 2003.

Malheureusement pour les détenteurs d'obligations, l'option de remboursement anticipé diminuait le potentiel d'appréciation du titre. Le 1er avril 2004, l'entreprise profita de son droit de rachat de ces obligations au prix fixe de 104,81 dollars. À cause de l'amélioration de sa note de crédit et des taux d'intérêt plus bas, il était presque certain que PCA exercerait son droit de remboursement anticipé des obligations, et refinancerait sa dette à des taux moins élevés. Les investisseurs évaluant ces obligations au milieu de l'année 2003 savaient qu'ils devraient très certainement les vendre au prix de 104,81 dollars le 1er avril 2004, et fixaient donc une limite à leur prix d'achat.

En fait, les détenteurs de l'obligation à 9,625 % avril 2009 de PCA n'eurent pas besoin d'attendre jusqu'en avril 2004 pour renoncer à leurs titres. Le 23 juin 2003, l'entreprise annonça une offre préférentielle sur les titres au prix de 110,24 dollars, soit une prime d'un peu plus de deux dollars par rapport au cours précédant l'annonce. L'entreprise a opté pour un remboursement des obligations à 110,24 dollars le 21 juillet 2003 au lieu d'attendre de payer 104,81 dollars le 1er avril 2004, car la combinaison de l'amélioration de ses conditions de crédit et de la baisse des taux d'intérêt rendait trop coûteuse pour PCA leur continuation. L'offre fut un succès, les détenteurs de 99,3 % des obligations les apportant à l'entreprise.

PCA émit de nouvelles obligations afin de refinancer les anciennes à 9,625 % avril 2009, payant un taux bien inférieur de 4,5 % pour la tranche à cinq ans et 5,9 % pour la tranche à dix ans. La réduction spectaculaire des coupons fit économiser à PCA des dizaines de millions de dollars d'intérêts jusqu'à l'échéance du financement initial. Les deux nouvelles émissions échappèrent à l'option de remboursement anticipé, car les investisseurs exigèrent fermement que l'entreprise ne se ménage aucune porte de sortie.

Du point de vue de l'investisseur, l'acceptation de l'offre préférentielle maximisait le rendement. En se basant sur le coupon de l'obligation, le pris de l'offre et le prix fixe du remboursement anticipé, si les investisseurs avaient conservé les titres jusqu'à la date du remboursement anticipé, ils étaient confrontés à un rendement

espéré de seulement 60 à 65 points de base au-dessus de titres du Trésor à maturité comparable. Les détenteurs rationnels de l'obligation à 9,625 % avril 2009 de PCA n'avaient pas d'autres choix que d'apporter leurs titres à l'offre.

L'exercice de l'option de remboursement anticipé s'avéra coûteux pour les détenteurs d'obligations. En juin 2003, ces obligations s'échangeaient dans une bande étroite allant de 108,2 à 108,6 dollars, soit en moyenne 108,4 dollars. En se basant sur les taux d'intérêt plus bas et l'amélioration du crédit de PCA, si l'obligation à 9,625 % avril 2009 de PCA n'avait pas été attachée à une option de remboursement anticipé, son prix aurait dépassé 125 dollars. L'option de remboursement à prix fixe imposée par l'entreprise a réduit spectaculairement le potentiel de gain des détenteurs de cette obligation.

Malgré l'effet tampon de l'option de remboursement anticipé de l'obligation 9,625 % de PCA, ses détenteurs ont perçu des rendements corrects durant la période de détention des titres. Aidés en cela par l'amélioration des fondamentaux du crédit de l'entreprise et par la baisse des taux d'intérêt, les investisseurs en obligations pourries se sont assurés un rendement de 49,2 % du 28 janvier 2000, date de l'introduction en bourse de l'entreprise, au 21 juillet 2003, date de la clôture de l'offre de rachat préférentielle. Les investisseurs en obligations pourries n'auraient pas pu espérer de circonstances plus favorables ni de meilleurs résultats.

Mais comment les rendements des obligations pourries de PCA se sont-elles comporté par rapport aux résultats d'autres formes d'investissement étroitement corrélées ? Fait étonnant, une obligation du Trésor à maturité comparable a produit durant la même période un rendement de 45,8 %, car la nature non remboursable des titres du Trésor avait permis aux investisseurs de profiter pleinement du rallye haussier du marché obligataire. La différence de 3,4 points de pourcentage sur la période de détention, réalisée par les créanciers de PCA sur trois ans et demi, représente une bien maigre compensation pour l'acceptation du haut niveau de risque de crédit. Les titres du Trésor américain ont produit des rendements ajustés au risque beaucoup plus élevés que ceux réalisés par les détenteurs de l'obligation à 9,625 % de PCA.

Les actionnaires de PCA ont connu un destin moins favorable. À l'inverse du marché obligataire haussier dont ont profité les détenteurs d'obligations, les actionnaires ont été confrontés à un environnement de marché actions décevant. De la date d'introduction de PCA, qui fut proche du sommet de l'une des bulles spéculatives les plus formidables jamais connues par le marché actions, jusqu'à la date de l'offre de rachat préférentielle, le S&P 500 baissa de 24,3 %. Malgré ces conditions adverses, l'action de PCA progressa du prix d'introduction de 12 dollars en janvier 2000 jusqu'à 18,05 dollars le 21 juillet 2003, ce qui représente un gain de 50,4 % sur la période. Même dans les pires conditions pour les actionnaires, et les meilleures pour les détenteurs d'obligations, les actionnaires ont remporté une victoire.

Réflexion faite, les rendements supérieurs des actionnaires de PCA ne constituent pas une surprise. L'amélioration des fondamentaux de crédit d'une obligation pourrie correspond obligatoirement à une augmentation du matelas capitalistique soutenant les charges fixes de l'entreprise. Une hausse du cours de l'action est un des moyens par lesquels on améliore ce soutien du fardeau de la dette d'une entreprise. Comme l'amélioration des fondamentaux de crédit va souvent avec un rallye des actions, les investisseurs ont de meilleures chances de gain en possédant des actions au potentiel d'appréciation illimité que des obligations au potentiel restreint.

Dans le cas de la détérioration des fondamentaux de crédit, les investisseurs en obligations pourries ont peu ou pas d'avantages par rapport aux actionnaires. Souvenez-vous que l'obligation à 9,625 % avril 1999 de PCA est arrivée sur le marché avec une note de simple B, ce qui la plaçait dans la situation précaire d'une « faible assurance du respect des termes du contrat ». La détérioration du crédit aurait vraisemblablement nui autant aux investisseurs obligataires qu'aux actionnaires.

Les investisseurs en obligations pourries ne peuvent pas gagner. Lorsque les fondamentaux s'améliorent, les rendements des actions dominent ceux des obligations. Lorsque les taux baissent, les obligations non remboursables procurent des rendements ajustés au risque supérieurs. Lorsque les fondamentaux se détériorent, les investisseurs en obligations pourries pâtissent au même titre que les actionnaires. Les investisseurs bien informés évitent le marché perdant des obligations à haut rendement.

La convergence d'intérêts

Les détenteurs d'obligations pourries sont confrontés à des problèmes de divergence d'intérêts encore plus graves que ceux des détenteurs d'obligations de qualité. Dans le cas d'émissions pourries tombées en disgrâce après avoir débuté leur carrière en tant qu'obligations de qualité, les déclins successifs de la qualité de crédit correspondent à des réductions de la valeur du capital. Dans les situations de crise, les dirigeants d'entreprise travaillent dur à empêcher une érosion supplémentaire du capital. Les outils disponibles pour ce faire incluent l'amélioration des revenus et la réduction des charges. De toute évidence, la réduction de la dette ou du versement des intérêts représente un moyen important pour la direction d'améliorer la situation capitalistique. Les détenteurs d'obligations dont les notes baissent sont en conflit d'intérêts avec les dirigeants de l'entreprise.

Dans le cas d'obligations pourries récemment émises, surtout celles qui sont utilisées pour financer les LBO ou les transactions de recapitalisation avec effet de

levier, les détenteurs d'obligations sont face à des groupes de dirigeants encore plus motivés et inamicaux. Les ingénieurs financiers sophistiqués, orientés sur la valorisation du capital, possèdent de nombreux outils leur permettant d'augmenter substantiellement et rapidement la valeur du capital. Comme les opérateurs financiers travaillent à limiter le coût de la dette, les détenteurs d'obligations réalisent que la réduction des coûts signifie la diminution de leurs rendements.

Les caractéristiques du marché

Au 31 décembre 2006, la valeur de marché des obligations d'entreprise à haut rendement s'élevait à 657 milliards de dollars. Le rendement à maturité était de 7,9 %, le marché démontrant une maturité moyenne de 7,9 ans et une duration moyenne de 4,4 ans.

Résumé

Les investisseurs en obligations pourries sont confrontés à une combinaison concentrée des facteurs qui font des obligations de qualité une alternative médiocre d'investissement. Le risque de crédit amplifié, une plus grande illiquidité et des options de remboursement plus nombreuses sont une triple menace pour les détenteurs recherchant des rendements ajustés au risque élevés. Le coût relativement élevé du financement par les émissions pourries incite les dirigeants d'entreprise orientés sur la valorisation des actions à diminuer la valeur des obligations afin d'améliorer le statut des actionnaires.

En tant que protection contre les accidents de marché ou les périodes déflationnistes, les obligations pourries s'avèrent encore moins efficaces que les obligations de qualité. Les facteurs qui promettent un rendement plus élevé (le risque de crédit, l'illiquidité et l'optionalité) travaillent contre leurs détenteurs en temps de crise, sapant la capacité des obligations pourries à protéger les portefeuilles.

Les données historiques récentes sur l'investissement en obligations pourries confirment l'inadéquation de la détention de titres d'entreprises à fort effet de levier. Pour les dix ans se terminant le 31 décembre 2006, l'indice Lehman Brothers High-Yield a généré des rendements annualisés de 6,6 % à comparer aux 6 % des obligations du Trésor américain et aux 6,5 % des obligations d'entreprises de qualité. Bien que des différences structurelles dans les indices concernés (principalement des différences de duration) rendent la comparaison imparfaite, le fait que les investis-

seurs en obligations pourries aient pris des risques beaucoup plus élevés pour un rendement supplémentaire insignifiant apparaît clairement.

LES TITRES ADOSSÉS À DES ACTIFS

Les titres adossés à des actifs sont en des produits de taux qui reposent sur une grande variété d'actifs sous-jacents (leur adossement) afin de garantir à leurs détenteurs le cash flow et l'assurance des paiements. Bien que l'actif le plus couramment utilisé dans ce cas soit les hypothèques immobilières, les banquiers utilisent en tant que collatéraux des actifs allant des créances sur cartes de crédit aux paiements des baux commerciaux, en passant par le financement des achats de voitures.

Les transactions adossées à des actifs témoignent d'un haut degré de structuration financière. Ce type d'émission étant motivé par le désir de l'émetteur de faire disparaître certains actifs de sa comptabilité et d'obtenir des taux inférieurs pour son financement, l'acheteur d'un de ces titres adossés à un actif se retrouve face à un adversaire redoutable.

Dans le cas des titres hypothécaires (ces instruments financiers qui transmettent le paiement des crédits immobiliers du propriétaire au détenteur du titre), les investisseurs sont confrontés à un ensemble inattractif de réactions aux changements de taux d'intérêt. Si les taux baissent, les propriétaires de biens immobiliers jouissent de la faculté de rembourser leur prêt par anticipation et de refinancer leur crédit. Tout comme l'annulation d'un crédit à taux élevé soulage l'emprunteur, elle nuit au détenteur d'un titre hypothécaire en tarissant un flux de revenus à haut rendement. De la même manière, si les taux augmentent, les propriétaires de biens immobiliers ont tendance à ne payer que le minimum de versement exigé en remboursement des intérêts et du capital. Les détenteurs de titres hypothécaires perdent des actifs à haut rendement dans un environnement de taux bas, et conservent des actifs à rendement faible dans les environnements de taux élevés.

En échange de cette acceptation d'un titre dont la durée s'écourte quand les investisseurs préféreraient qu'elle s'allonge, et s'allonge lorsqu'ils préféreraient qu'elle raccourcisse, les détenteurs de titres hypothécaires perçoivent un taux de rendement supérieur. Il est très difficile de savoir si cette prime constitue une juste compensation à cause des options extrêmement complexes qui accompagnent les titres hypothécaires. Les scientifiques de haut niveau qui opèrent à Wall Street utilisent des modèles informatiques compliqués afin de rechercher la véritable valeur

des titres hypothécaires. Parfois le modèle fonctionne, d'autres fois il ne fonctionne pas. Si les ingénieurs financiers ont des difficultés à obtenir le juste prix d'une option, quelle chance d'y arriver reste-t-il aux investisseurs moyens ?

L'optionalité s'avère encore plus difficile à évaluer que le risque de crédit. Dans le cas de produits de taux contenant un risque de crédit, les investisseurs sensés regardent les rendements obligataires avec scepticisme, sachant qu'une partie de ces rendements peut être perdue à cause des dégradations ou des défauts de crédit. Dans le cas de produits de taux contenant un haut niveau d'optionalité, l'investisseur lambda n'a aucun moyen d'évaluer le montant à retrancher des rendements affichés afin de les ajuster aux coûts éventuels des options. En réalité, de nombreux professionnels ne parviennent pas à comprendre la dynamique des options des produits de taux.

Worth Bruntjen de chez Piper Capital

Dans une affaire célèbre du début des années 90, Worth Bruntjen, un spécialiste des produits de taux chez Piper Capital à Minneapolis, s'est bâti une réputation formidable en tant que gestionnaire de titres hypothécaires. Sur la base de résultats époustouflants durant les premières années de la décennie, Bruntjen attira d'importants capitaux de la part d'investisseurs tant privés qu'institutionnels.

Bruntjen gérait le Piper Jaffrey American Government Securities Fund (AGF), un fonds appartenant au groupe des véhicules d'investissement en obligations hypothécaires pour les investisseurs privés. Stimulé par un marché obligataire puissamment haussier et un portefeuille très sensible aux taux d'intérêt, le fonds rapporta 19,3 % par an pendant les cinq années se terminant le 31 décembre 1993, ce qui représente un avantage substantiel par rapport aux 11,2 % de rendement annuel de l'indice Salomon Brothers Mortgage. Les rendements exceptionnels de Bruntjen ont poussé Morningstar à faire de ce « grand visionnaire et force motrice » l'un de ses favoris lors de sa compétition annuelle entre gestionnaires[1].

Les informations publiquement accessibles indiquent que Bruntjen comptait l'État de Floride parmi ses clients institutionnels. En fait, la Floride suivait une stratégie d'investissement perverse avec ses fonds opérationnels, retirant ses capitaux des gestionnaires sous-performants et les donnant à ceux qui battaient le marché. En conséquence des résultats exceptionnels de Bruntjen, le compte de l'État de

1. Andrew Bary, "Paying the Piper", *Barron's Chicopee* 74, n° 15, 1994 ; Morningstar, *Morningstar Closed-End Funds* 10, n° 7, mars 1994.

Floride chez Bruntjen totalisait 430 millions de dollars en janvier 1994, plus du double de son concurrent le plus proche[1].

Bruntjen expliquait ainsi sa stratégie : « Nous achetons des obligations garanties par les agences gouvernementales ayant un taux d'intérêt plus élevé que les obligations du Trésor à trente ans, mais une durée de vie moyenne de trois à cinq ans »[2]. Ce que le gestionnaire de fonds appelait « obligations » incluait des crédits hypothécaires et des dérivés de crédit nettement favorisés par la hausse du marché obligataire. Néanmoins, l'explication succincte de Bruntjen concernant son approche d'investissement permettant soi-disant d'obtenir sans inconvénient des rendements supérieurs, trouva une audience très réceptive. Les fonds sous gestion augmentèrent rapidement jusqu'au début de 1994.

Malheureusement pour les investisseurs en produits de taux, la fin de 1993 marqua le sommet du rallye obligataire. Les obligations du Trésor américain à dix ans affichant un taux de 5,3 %, le plus bas depuis vingt-six ans. En quelques mois, jusqu'en mai 1994, un déclin violent des cours obligataires poussa les rendements à 7,4 %. Le *Wall Street Journal* décrivit ainsi l'effondrement du marché hypothécaire : « Le massacre des produits dérivés hypothécaires n'en finit pas, les investisseurs et les brokers cherchant à sortir à tout prix de leurs positions, alimentant ainsi un cercle vicieux de chute des prix et d'évaporation de la demande »[3]. Le marché baissier qui bousculait les portefeuilles obligataires lamina le portefeuille de Bruntjen.

Durant l'année 1994, les investisseurs privés de l'AGF subirent une perte de presque 29 %. En comparaison, le Salomon Brothers Mortgage Index afficha une perte modeste de 1,4 %. De janvier à septembre, le compte de l'État de Floride chez Bruntjen subit des pertes de 90 millions de dollars, un résultat totalement inacceptable pour des fonds opérationnels supposément conservateurs. Frustrée par ce résultat décevant, la Floride annonça qu'elle retirait presque 120 millions de ses fonds présents chez Bruntjen. Les investisseurs privés et institutionnels en pâtirent à égalité.

Le carnage du marché obligataire lamina la stratégie de Bruntjen. Lorsque les taux d'intérêt augmentèrent, l'utilisation par le spécialiste du crédit « d'investissements significatifs dans des produits dérivés volatils comme les obligations à taux flottant inverse et les coupons à nominal exclusif » a fait que son fonds s'est comporté comme les obligations à trente ans et non comme les obligations à court terme citées

1. Bary, *op. cit.*
2. Jeffrey M. Laderman et Gary Weiss, "The Yield Game", *Business Week*, 6 décember 1993.
3. Laura Jereski, "Mortgage Derivatives Claim Victims Big and Small", *Wall Street Journal*, 20 avril 1994.

dans la description de sa stratégie[1]. Une sensibilité très élevée aux taux d'intérêt dans un environnement de hausse des taux a ruiné les investisseurs de Bruntjen.

Worth Bruntjen, le « visionnaire » de Morningstar, n'a pas compris les risques inhérents à sa stratégie, pas plus que ses supérieurs hiérarchiques de chez Piper Capital ni les investisseurs institutionnels soi-disant sophistiqués de l'État de Floride. Il en est de même de la société de consulting Morningstar. La complexité inhérente à la compréhension et à l'évaluation des titres hypothécaires plaide pour l'abandon de toute exposition aux options potentiellement dangereuses comprises dans les instruments hypothécaires.

La folie des *subprimes* en Floride

En 2007, n'ayant visiblement rien appris de la débâcle de Piper Capital, l'État de Floride se mit de nouveau dans l'embarras en gérant incorrectement un portefeuille d'investissement à court terme. Cette fois, le Florida's Local Government Investment Pool (LGIP) a généré des résultats décevants en exposant ses fonds à un investissement hautement structuré dans des subprimes de basse qualité.

Avant cette mésaventure, à la fin du quatrième trimestre 2007, le fonds de la Floride comprenait pour 27,3 milliards[2] de dollars répartis entre 2 168 comptes individuels ouverts par 995 élus locaux[3]. Selon les termes mêmes du Florida State Board of Administration (SBA), le fonds cherchait « à procurer des rendements stables à ses participants avec une attention toute particulière à la sécurité et à la liquidité du capital »[4].

Trahissant son mandat conservateur, le LGIP poursuivit une stratégie de recherche agressive de rendement, décrite par *Bloomberg Markets* comme étant « plus agressive que celle de la plupart des États américains ». En octobre 2007, le rendement de 5,3 % de la Floride représentait « le rendement le plus élevé de tous les fonds publics américains » [5]. Le mois suivant, en novembre, ce rendement paraissait moins prometteur. Piquée à vif par des rumeurs d'investissement inadéquat, la Floride réagit le 9 novembre par une « mise à jour sur l'effondrement des subprimes et les investissements du State Board of Administration ». Le rapport commence

1. Bary, *op. cit.*
2. "Update on Sub-Prime Mortgage Meltdown and State Board of Administration Investments", SBA Florida, 9 novembre 2007, 5.
3. "Local Government Investment Pool Newsletter" SBA Florida, T3, 2007, 4.
4. *Ibid*.
5. David Evans, "Peddling Tainted Debt to Florida", *Bloomberg Markets*, février 2008.

par traiter le problème aigu du LGIP en page 11 avec cette observation naïvement optimiste : « Nous sommes heureux d'annoncer qu'aucun des portefeuilles à court terme du SBA ne possède d'exposition directe aux subprimes ». La distinction était subtile mais juste. Comme les participants au LGIP étaient sur le point de le découvrir, une exposition indirecte a tout autant la possibilité de nuire qu'une exposition directe.

Motivés par des préoccupations concernant les investissements opérés sur des instruments de dette dégradée ou défaillante, les participants commencèrent à quitter le fonds en novembre, retirant au final 12 milliards de dollars, soit 46 % des actifs du fonds. Fermant la porte de la sortie de secours après avoir perdu une grande partie de ses fonds, l'État de Floride gela les retraits le 29 novembre. Ce fonds, jadis le plus gros et le plus rentable, se retrouvait dans le chaos[1].

La Floride engagea Black Rock pour régler l'affaire. Black Rock sépara le fonds en deux entités : un fonds A de qualité comprenant environ 12 milliards de dollars, et un fonds B de moins bonne qualité comprenant environ 2 milliards de dollars. Le fonds B contenait toute une variété de déchets toxiques incluant des obligations de finance structurée d'entreprise émises par le KKR Atlantic Fund Trust et le KKR Pacific Fund Trust (sponsorisés par la société de LBO KKR), Axon Financial Fund (sponsorisé par la société de LBO TPG), et Ottimo Fund (enregistré aux Îles Cayman). En plus de ces obligations adossées à des actifs, le fonds B comprenait un grand nombre de CD émis par Countrywide Bank, prêteur hypothécaire en difficulté dégradé par les agences de notation à cause du risque de crédit significatif sur les CD.

Le fonds A, avec ses actifs de qualité, autorisait des retraits limités dès la première semaine suivant le gel des capitaux, le 6 décembre. Les participants retirèrent rapidement 2 milliards de dollars. L'État de Floride a entraîné dans la confusion son fonds à court terme. Premièrement, comme dans l'affaire de Piper Capital, en recherchant agressivement le rendement sans égard pour le risque encouru. Deuxièmement, en autorisant les retraits paniques, versant 12 milliards de dollars de fonds « propres » aux premiers sortants et laissant aux autres les actifs toxiques. La Floride a besoin de repenser son approche de la gestion.

À l'évidence, de nombreux investisseurs n'ont pas la capacité de comprendre les options incluses dans les titres hypothécaires. Du point de vue d'un portefeuille plus global, les titres hypothécaires liés au crédit et aux options travaillent contre les investisseurs qui souhaitent utiliser les obligations pour se protéger de la déflation ou des crises financières. L'option de remboursement anticipé détenue par les propriétaires de biens immobiliers fonctionne de la même manière que pour les

1. *Ibid*.

entreprises émettrices. Si les taux baissent à cause d'une déflation ou d'une crise financière, le détenteur d'un titre hypothécaire peut perdre son investissement ainsi que la protection qu'il représentait contre les circonstances défavorables. De la même manière, les défauts de crédit, plus fréquents en temps de crise économique, sapent les caractéristiques protectrices des produits de taux.

La convergence d'intérêts

Les détenteurs de titres adossés à des actifs se retrouvent dans le camp opposé à celui de certains des ingénieurs financiers les plus sophistiqués de la planète. Dans le meilleur des cas, les investisseurs en titres adossés à des actifs achetant des titres nouvellement créés devraient anticiper des rendements faibles à cause de l'utilisation par l'émetteur d'une structure complexe lui permettant de générer une dette au coût le plus bas possible. Et dans le pire des cas, la complexité des titres adossés à des actifs conduit à une opacité qui empêche les investisseurs de comprendre les caractéristiques réelles de leur investissement. Dans des situations extrêmes, la nature spéculative de ces montages provoque des dégâts très sérieux dans les portefeuilles des investisseurs.

Les caractéristiques du marché

Au 31 décembre 2006, la valeur de marché des titres adossés à des actifs totalisait 105 milliards de dollars. Le rendement à maturité s'élevait à 5,3 %, avec une maturité moyenne de 3,2 ans et une duration de 2,8 ans[1].

Résumé

Les titres adossés à des actifs impliquent un haut degré d'ingénierie financière. En règle générale, plus un produit issu de Wall Street est compliqué, plus les investisseurs doivent le fuir. Parfois, les créateurs et les émetteurs d'instruments financiers complexes ne comprennent pas eux-mêmes le comportement possible de ces instruments dans différentes circonstances. Comment l'investisseur moyen pourrait-il le comprendre ?

1. Source : Lehman Brothers.

De nombreux titres hypothécaires jouissent du soutien d'entreprises sponsorisées par le gouvernement, poussant les investisseurs à supposer que ces titres contiennent un faible niveau de risque. Ces suppositions s'avèrent fausses pour deux raisons. La première est que le risque de crédit peut finalement s'avérer plus important que les investisseurs ne le supposent. La seconde est que la complaisance autosuffisante des décideurs peut masquer un risque majeur d'exposition à des options difficiles à appréhender. Investisseurs, soyez donc méfiants !

Exactement comme pour d'autres formes de produits de taux, l'émetteur de titres adossés à des actifs cherchent un financement bon marché qui se traduit par des rendements faibles pour les investisseurs. Combinez des rendements espérés faibles et une grande complexité, et vous obtenez un mélange dans lequel les intérêts des investisseurs pâtissent.

Comme pour beaucoup de segments du marché obligataire, les investisseurs en titres adossés à des actifs semblent ne pas avoir été récompensés de leur acceptation des risques de crédit et d'optionalité. Pour les dix ans se terminant le 31 décembre 2006, le Lehman Brothers Asset-Backed Security Index a rapporté 6 % par an, correspondant exactement au rendement de 6 % du Lehman Brothers Treasury Index. Comme pour d'autres comparaisons des rendements obligataires, les chiffres ne tiennent pas compte de différences dans la composition des indices. Néanmoins, durant la dernière décennie, les investisseurs en titres adossés à des actifs semblent avoir échoué dans leur quête de rendements ajustés au risque supérieurs.

LES OBLIGATIONS ÉTRANGÈRES

Par la taille, les obligations en monnaies étrangères représentent un marché formidable, presque équivalent à celui de la totalité de la dette libellée en dollar. Cependant, malgré la taille de ce marché, les obligations étrangères sont de peu de valeur pour les investisseurs américains.

Observez deux obligations de maturité semblable et de qualité de crédit similaire, l'une étant libellée en dollar et l'autre en monnaie étrangère. Comme les conditions monétaires diffèrent d'un pays à l'autre, les deux obligations promettront probablement des taux d'intérêt différents. Un investisseur pourrait s'attendre à ce que des taux d'intérêt différents et des conditions économiques différentes mènent à des performances d'investissement différentes. Si toutefois l'investisseur couvre chacun de ses investissements en monnaie étrangère en vendant sur les marchés à terme les montants de monnaie étrangère correspondants, afin de couvrir à la fois le paiement

des intérêts et celui du nominal, alors le rendement des investissements obligataires libellés en dollar représente exactement celui des investissements obligataires étrangers couverts sur le marché des changes. En d'autres termes, une obligation étrangère non couverte consiste en une obligation américaine assortie d'une exposition au risque de change.

Les devises étrangères en elles-mêmes ne procurent aucun rendement. Certains intervenants, appliquant des stratégies dites macro-économiques, spéculent sur la direction des taux de change. Les fonds communs de placement en obligations étrangères sont des véhicules d'investissement dans lesquels les gestionnaires prennent parfois des positions spéculatives. Les paris top-down sur les devises ne parviennent pas à générer une source fiable de rendements, car les facteurs influençant les conditions économiques en général, et les taux d'intérêt en particulier, s'avèrent trop complexes pour pouvoir être anticipés de façon cohérente. Les investisseurs sensés évitent la spéculation sur les devises.

Dans le contexte d'un portefeuille, l'exposition aux devises étrangères peut apporter l'avantage d'une diversification supplémentaire. Même sans rendement espéré, le manque de corrélation entre les fluctuations des devises et les mouvements d'autres catégories d'actifs réduit le niveau de risque du portefeuille. Toutefois, les investisseurs ne devraient pas s'exposer aux devises par l'intermédiaire des obligations étrangères mais par le biais d'une classe d'actifs dont on peut s'attendre à des rendements supérieurs, notamment les actions étrangères.

Comme les positions en devises étrangères ne promettent en elles-mêmes aucun rendement, les investisseurs en obligations étrangères s'attendent à des rendements semblables à ceux des obligations américaines. Mais les obligations étrangères non couvertes n'apportent pas la même protection contre les crises financières et la déflation dont jouissent les détenteurs de titres du Trésor américain. Dans le cas d'un traumatisme de marché, les investisseurs américains n'ont aucune idée de l'impact des taux de change sur la valeur de leurs positions en obligations étrangères. L'influence inconnue des taux de change oblige les investisseurs espérant profiter des caractéristiques diversifiantes spécifiques aux produits de taux à éviter l'exposition aux obligations étrangères non couvertes.

La convergence des intérêts

Les détenteurs d'obligations du Trésor domestiques s'attendent à être bien traités par leur gouvernement. Au contraire de la relation inévitablement conflictuelle entre les émetteurs d'obligations du secteur privé et leurs créanciers, les gouvernements

n'ont aucune raison de désavantager leurs citoyens. Si des investisseurs achètent des obligations libellées en devises étrangères également détenues par des citoyens du pays d'émission, ces investisseurs peuvent très bien bénéficier d'une convergence d'intérêt satisfaisante.

Toutefois, si la dette émise par un gouvernement se trouve principalement entre les mains de détenteurs étrangers, la convergence d'intérêts est rompue. En fait, si des considérations politiques biaisent les obligations contractuelles, les détenteurs étrangers d'obligations d'un gouvernement peuvent subir des aléas bien pires que ceux des détenteurs de dette d'entreprises en difficulté.

Les caractéristiques du marché

Au 31 décembre 2006, les obligations libellées en devises étrangères totalisaient la somme coquette de 14 500 milliards de dollars, dont 9 200 représentaient des émissions de gouvernements étrangers et 1 900 des émissions de qualité du secteur privé. Les émissions à haut rendement d'obligations d'entreprise libellées en devises étrangères ne totalisaient que 114 milliards de dollars, reflétant l'immaturité relative de ce marché.

Le rendement à maturité des obligations d'État libellées en devises étrangères s'élevait à 3,2 %, avec une maturité moyenne de 8,2 ans et une duration moyenne de 6,2 ans. Les obligations d'entreprise de qualité libellées en devises étrangères promettaient des rendements de 4,3 % avec une maturité moyenne de 7 ans et une duration moyenne de 5,3 ans.

Résumé

Les obligations libellées en devises étrangères partagent avec leurs consœurs domestiques le fardeau de rendements espérés faibles, mais sans l'avantage de leur pouvoir diversifiant. Les obligations étrangères couvertes répliquent les obligations américaines, avec l'inconvénient d'une complexité supplémentaire et de coûts issus du processus de couverture. Les obligations étrangères non couvertes apportent aux investisseurs une exposition aux obligations américaines, plus une exposition (peut-être non désirée) au marché des changes. Les obligations libellées en devises étrangères ne peuvent jouer aucun rôle dans un portefeuille bien structuré.

MISE À JOUR DE LA PERFORMANCE 2007

En se basant sur les données présentées pour chaque catégorie de produits de taux, les obligations du Trésor américain semblent procurer des rendements ajustés au risque supérieurs. La comparaison des rendements n'est toutefois pas parfaitement équitable, car des différences de duration apparaissent tout au long des dix années ayant servi aux mesures, ce qui fausse un peu les données.

	Période se terminant le 31 décembre		**Duration de l'indice (en années)**
	2006 (%)	2007 (%)	31 décembre 2007
Obligations du Trésor américain	5,97	5,91	5,2
Obligations d'entreprises domestiques	6,52	5,96	6,3
Obligations à haut rendement	6,59	5,51	4,6
Titres adossés à des actifs	5,95	5,43	3,4

Source : Lehman Brothers.

Tableau A.1 Les obligations du Trésor font mieux que les alternatives plus risquées. *Les rendements sur dix ans des indices de produits de taux.*

Les rendements des obligations d'entreprise et des obligations à haut rendement domestiques pour les dix ans se terminant le 31 décembre 2006 ont procuré un avantage insuffisant par rapport aux obligations du Trésor pour compenser l'illiquidité, le risque de crédit et le risque de remboursement anticipé. Les titres adossés à des actifs démontrent même un léger déficit par rapport aux obligations du Trésor. Bien que la duration plus courte des instruments adossés à des actifs explique en partie ce déficit de rendement, même après ajustement de la duration plus courte, les investisseurs reçoivent une compensation insuffisante pour s'être aventurés bien loin de la garantie assurée par le gouvernement américain.

La crise du crédit qui a sévi durant la seconde moitié de l'année 2007 a considérablement renforcé la suprématie des obligations du Trésor. Les rendements glissants du Trésor ont à peine changé lorsque la période de dix ans s'est déplacée de fin 2006 à fin 2007. À l'inverse, les rendements des obligations d'entreprise ont baissé de 50 points de base, à seulement cinq points de base au-dessus des obligations du Trésor. Les rendements des obligations à haut rendement ont chuté de 108 points

de base par an pour la période de dix ans, tombant à 40 points de base en dessous du rendement des obligations du Trésor. De la même manière, les titres adossés à des actifs ont perdu 52 points de base par an, augmentant de 48 points de base leur déficit par rapport aux obligations du Trésor.

Une des leçons de la crise du crédit de 2007 concerne le fait que les investisseurs en obligations possédant les caractéristiques inattractives d'illiquidité, de risque de crédit et de risque de remboursement anticipé ont sous-performé les obligations du Trésor pour l'année se terminant le 31 décembre 2007. Une autre leçon concerne le timing de la sous-performance à court terme spectaculaire des titres d'entreprise, à haut rendement et adossés à des actifs durant la seconde moitié de l'année 2007. C'est justement au moment où les investisseurs avaient le plus besoin de la protection procurée par leurs positions obligataires que les obligations non gouvernementales ont failli.

CONCLUSION

De nombreux marchés de produits de taux ne parviennent pas à égaler le pouvoir diversifiant des obligations sans risque garanties par le gouvernement américain. Des facteurs tels que le risque de crédit, les options de remboursement anticipé, l'illiquidité ou le taux de change des devises, limitent l'attractivité des obligations du secteur privé, des obligations à haut rendement, des titres adossés à des actifs et des obligations étrangères. Les investisseurs sensés évitent le chant des sirènes qui promet des rendements espérés supérieurs sans la contrepartie d'un risque plus élevé.

Remerciements

Carrie Abildgaard, mon *aide-de-camp* en écriture, a fait en sorte, avec enthousiasme et compétence, que mes idées et mes notes manuscrites deviennent un livre, transformant grâce à son naturel enjoué un travail parfois harassant en un exercice festif.

Len Baker, mon modèle, m'oblige à donner le meilleur de moi-même dans la gestion des investissements de Yale (et dans le même temps me distrait) en constamment questionnant, analysant et argumentant le moindre aspect de notre politique de gestion du fonds de réserve.

Bill Brainard, mon maître, ne cesse de me rappeler ce que cela signifie d'être un bon citoyen de l'université, servant lui-même, jour après jour, de modèle incomparable.

Charley Ellis, mon président, nous fait l'honneur d'appuyer les processus d'investissement de Yale par sa présence et ses idées, étayant systématiquement nos décisions de son intelligence et de sa vivacité d'esprit.

Rick Levin, mon leader, aide Yale (et les activités d'investissement de Yale) d'innombrables manières, particulièrement en favorisant le développement d'un environnement qui promeut (et demande) l'excellence.

Meghan McMahon, ma compagne et mon âme, me soutient sans faille, réalisant l'improbable exploit tout à la fois de me garder les pieds sur terre et de m'inspirer.

Le Doyen Takahashi, mon complice et ami, me met constamment au défi, ainsi que toute l'équipe d'investisseurs de Yale, de donner le meilleur de moi-même, tout particulièrement en fixant les normes de comportement personnel et professionnel les plus exigeantes qui soient.

À propos de l'auteur

David Swensen, *Chief Investment Officer* de Yale, gère les 23 milliards de dollars d'actifs du fonds de réserve de l'Université. Sous sa direction, le fonds de réserve de Yale a produit un rendement de près de 17 % par an, une performance inégalée par les investisseurs institutionnels. M. Swensen, Docteur en économie de l'Université de Yale, dirige une équipe de 20 personnes dont les bureaux sont situés sur le campus.

Avant de rejoindre Yale en 1985, M. Swensen a travaillé six ans à Wall Street – trois ans chez Lehman Brothers and trois ans chez Salomon Brothers – où il a développé de nouvelles technologies financières.

Chez Salomon Brothers, il a supervisé le premier *swap*, une transaction en devises qui a impliqué IBM et la Banque mondiale. M. Swensen est l'auteur de *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment* et de *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment*.

Admiré de ses pairs comme de ses concurrents, les témoignages sont nombreux qui soulignent sa compétence. Jack Bogle, fondateur de Vanguard : « Swensen fait partie de la poignée de génies de l'investissement que compte la planète ». Jack Meyer, ancien dirigeant de Harvard Management Company : « David est le meilleur dans le domaine »). Barton Biggs, ancien responsable de la stratégie d'investissement chez Morgan Stanley : « Swensen est le Warren Buffett de l'investissement institutionnel ». Burton Malkiel, professeur à Princeton : « Swensen est vraiment un leader dans le domaine de l'investissement ».

In 2007, M. Swensen a reçu la Mory's Cup qui récompense des services exceptionnels rendus à Yale et la Hopkins Medal pour sa loyauté inégalée envers la Hopkins School. L'Université du Wisconsin à River Falls, où il a commencé ses études, l'a fait Docteur *Honoris Causa* en 2008. Cette même année, il a été élu à l'American Academy of Arts & Sciences.

M. Swensen est administrateur de TIAA et de The Brookings Institution. Il est membre du Comité d'Investissement de l'Université de Cambridge. Il a conseillé la Carnegie Institution de Washington, la Carnegie Corporation, la Hopkins School, le New York Stock Exchange, le Howard Hughes Medical Institute, le Courtauld Institute of Art, le Yale New Haven Hospital, l'Investment Fund for Foundations, la fondation Edna McConnell Clark ainsi que les États du Connecticut et du Massachusetts.

À Yale, où il enseigne au niveau *college* ainsi qu'à la faculté de gestion, il est membre du Berkeley College, *Incorporator* de l'Elizabethan Club et membre de l'International Center for Finance.

Responsable des investissements de Yale, David Swensen est parvenu à faire croître le portefeuille de l'Université à un rythme de +16% l'an sur les vingt dernières années. Reconnu par les plus grands pour la qualité de ses performances, il donne ici les clés d'une gestion exceptionnelle.

Dans ce livre devenu un classique, il expose ses principes d'allocation et de sélection des investissements. Sa stratégie, fort éloignée de la pratique de beaucoup d'investisseurs professionnels, remet brillamment en cause le consensus qui imprègne souvent les décisions d'investissement. Pour lui :

- Les investisseurs doivent accorder une place de choix aux actifs réels (actions, matières premières, placements non cotés) pour assurer une protection contre l'inflation.
- Il faut éviter d'accorder trop de poids aux facteurs quantitatifs : « Une gestion de portefeuille réussie exige de placer les facteurs qualitatifs au premier rang. »
- Seul le long terme compte : « Les comparaisons des performances d'investissement annuelles créent (et reflètent) une mentalité de joueur de tiercé ».
- Les produits structurés sont à éviter : « les investisseurs en produits structurés devraient anticiper des rendements faibles à cause de l'utilisation par l'émetteur d'une structure complexe lui permettant de générer une dette au coût le plus bas possible. »
- La volatilité n'est pas une bonne mesure du risque : « Ce qui importe le plus, c'est le risque fondamental de l'investissement, et non les fluctuations de cours du titre coté ».
- Les performances élevées masquent souvent un recours excessif à l'effet de levier.

L'auteur invite les investisseurs à choisir des sociétés de gestion modestes, réactives et indépendantes. Il met en garde contre les grandes sociétés qui appliquent des frais fixes trop importants, font tourner les portefeuilles à l'excès et tirent avantage de leur notoriété (et de la frilosité des investisseurs !) pour attirer des capitaux.

Ouvrage enfin traduit en français (à partir de sa toute nouvelle édition), *Gestion de Portefeuilles Institutionnels* est considéré par tous comme un livre de référence. C'est un guide indispensable non seulement aux professionnels mais, plus largement encore, à tous ceux qui, dans une crise d'une exceptionnelle ampleur, sont soucieux d'inscrire leurs décisions de gestion dans une vision de long terme.

David F. Swensen est Chief Investment Officer *à l'Université de Yale dont il gère le fonds de réserve valorisé à quelque 20 milliards de dollards. Membre de l'*American Academy of Arts and Sciences*, Docteur en économie, il enseigne au Yale College ainsi qu'à la Faculté de gestion de l'Université de Yale depuis plus de 25 ans. Son livre est le plus connu des ouvrages de gestion institutionnelle.*

ISBN : 978 2 84001606 9

infos/nouveautés/catalogue :
www.maxima.fr