

UNE APPROCHE DU RISQUE DÉCLINÉE EN TERMES BIOLOGIQUES ET FINANCIERS

PAR PETER SHAPIRO

Des siècles durant, le furu, petit cichlidé osseux vivant dans le lac Victoria, n'eut aucun prédateur naturel. Il évolua en centaines de sous-espèces, chacune s'adaptant biologiquement de manière optimale à certaines niches spécifiques du deuxième plus grand lac d'eau douce au monde. Cependant, lorsque dans les années 1950 la perche du Nil, grand poisson prédateur, fut introduite dans le lac Victoria pour fournir aux pêcheurs une prise mieux adaptée à la pêche commerciale, cette existence idyllique prit brutalement fin. Comme le furu n'avait développé aucune défense naturelle puisqu'il n'en avait jamais eu besoin, sa population fut décimée par la perche du Nil.

Depuis les dinosaures affectés par un changement climatique soudain jusqu'aux dodos anéantis par l'arrivée de l'homme, l'histoire regorge d'exemples d'espèces biologiques suradaptées à un environnement spécifique mais incapables de survivre à un changement. À l'inverse, le cafard, qui existait déjà au temps des dinosaures, a survécu au dodo et au furu, et serait même susceptible de survivre à une guerre nucléaire. Pourquoi le cafard est-il si résistant et comment a-t-il pu survivre alors que d'autres espèces passaient de l'essor à l'extinction ?

La réponse se trouve, en partie du moins, dans les mécanismes de défense du cafard. Il réagit simplement aux variations de la pression de l'air, et se sauve donc dès qu'il perçoit une légère brise. Vous l'auriez constaté si vous aviez déjà essayé d'écraser un cafard. En termes biologiques, il s'agit d'un organisme « rudimentaire », plus apte à survivre dans de nombreux environnements sans être suradapté comme d'autres à un environnement spécifique. Le furu, les dinosaures et le dodo, en revanche, étaient beaucoup plus complexes et suradaptés à leur environnement. Ces

espèces ont toutes prospéré tant que les conditions restaient constantes mais, dès que l'environnement a connu une évolution qu'elles n'attendaient pas – et à laquelle elles n'étaient pas préparées –, elles ont été incapables de s'adapter et ont disparu.¹

La biologie a plus de points communs avec l'économie et l'investissement qu'on ne l'imagine

Les modèles économiques et les stratégies d'investissement peuvent être classés de la même manière : soit rudimentaires et capables de résister aux chocs, soit suradaptés pour donner d'excellents résultats dans un environnement spécifique, mais générant de mauvaises performances dans d'autres situations. La crise financière de 2007-2009 a fourni de nombreux exemples d'entreprises dont les modèles économiques étaient soit rudimentaires soit suradaptés. Ainsi, AIG avait signé des montants colossaux de dérivés de crédit, contrats qui ne nécessitaient pas que le géant de l'assurance fournisse des garanties tant que sa notation restait supérieure à un certain niveau. Cependant, lorsque la notation d'AIG s'est dégradée, la compagnie d'assurance s'est retrouvée totalement incapable de réunir les liquidités nécessaires pour constituer la garantie. Tant que les conditions n'exigeaient pas la constitution d'une garantie, AIG n'avait pas de problème, et s'en sortait même bien, affichant des résultats record. En revanche, dès que la situation a changé, AIG s'est retrouvé en faillite (ou l'aurait été si le gouvernement américain n'avait pas injecté plusieurs milliards de dollars de fonds propres).

1 Cf. Bookstaber, Richard, « A Demon of Our Own Design », John Wiley & Sons, 2007, pp. 232-241 pour plus d'informations sur les mécanismes de défense du furu et du cafard, ainsi que sur le rudimentarisme biologique et la suradaptation de manière générale.

UNE APPROCHE DU RISQUE DÉCLINÉE EN TERMES BIOLOGIQUES ET FINANCIERS

À l'inverse, Berkshire Hathaway, conglomérat industriel et d'assurance, avait également signé d'énormes contrats d'assurance au plus haut du marché, s'engageant à payer des milliards de dollars en cas de repli de divers indices boursiers sous certains niveaux. Il y avait toutefois deux grandes différences entre l'approche de Berkshire et celle d'AIG, permettant ainsi de classer Berkshire dans la catégorie rudimentaire et AIG dans le camp des suradaptés. Tout d'abord, Berkshire avait obtenu de ne devoir fournir que des garanties très faibles en cas de pertes comptables intérimaires, quelle que soit sa notation ; ensuite, les mises de Berkshire restaient suffisamment modestes pour éviter le naufrage de l'entreprise en cas de pertes sur ces contrats.

Ce raisonnement peut aisément s'appliquer aux stratégies d'investissement. Les stratégies rudimentaires sont souvent celles perçues comme ennuyeuses. C'est par exemple le cas de la stratégie consistant à acheter à des cours raisonnables des actions de sociétés de qualité de moyenne ou grande capitalisation boursière, aux bilans solides et dotées de politiques d'allocation du capital saines. Affichant généralement un bêta plus faible, ces actions sous-performent fréquemment le marché dans les années très fastes, mais comme les risques de pertes majeures sont assez faibles, elles surperforment souvent dans les phases baissières. Ce type de stratégie a récemment bénéficié d'un intérêt croissant, en raison de l'« anomalie du bêta », la performance ajustée du risque des actions qu'elle privilégie étant systématiquement supérieure à celle des actions à bêta plus élevé.

Du côté des suradaptés, le hedge fund du milieu des années 1990 qui comptait plusieurs lauréats du prix Nobel parmi ses fondateurs, Long-Term Capital Management (LTCM), était spécialisé dans les stratégies de convergence avec effet de levier. Ces stratégies ont permis à LTCM de générer des performances incroyablement régulières plusieurs années durant, avant de perdre tous ses gains mais également son capital dans un effondrement spectaculaire provoqué

par un événement macro-économique que ses modèles n'auraient pas pu prévoir. Une stratégie avec effet de levier basée sur le retour à la moyenne effectuant des paris importants sur la base des statistiques historiques observées constitue classiquement un modèle suradapté. Pour ce type d'investissement, la question n'est généralement pas de savoir s'il implosera, mais quand il implosera.

L'asymétrie des performances influe considérablement sur le taux de performance composé

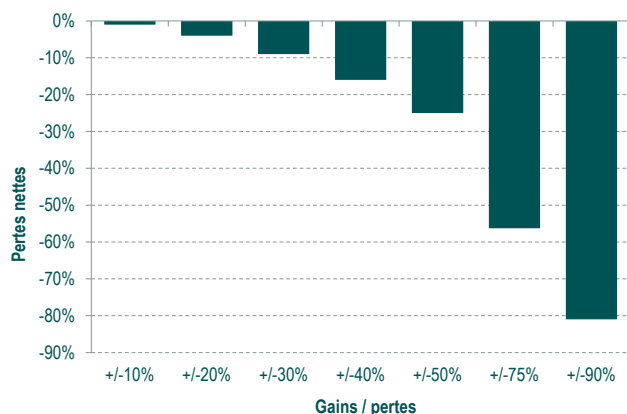
On cite fréquemment les propos suivants attribués à Warren Buffett, l'investisseur légendaire aux commandes de Berkshire Hathaway : « Règle n° 1 : ne jamais perdre d'argent. Règle n° 2 : ne jamais perdre de vue la règle n° 1 ».² Pourquoi ces deux règles (ou cette règle) sont-elles les plus importantes en matière d'investissement ? La réponse se trouve dans l'asymétrie intrinsèque des performances, d'où dérive la manière dont les performances se composent au fil du temps.

Si à partir d'un investissement de 100 USD vous gagnez 10 % puis perdez 10 %, vous serez peut-être surpris de ne pas vous retrouver avec les 100 USD que vous aviez initialement. L'explication est que votre perte de 10 % a été plus coûteuse puisqu'elle portait sur des actifs plus importants après le gain de 10 %. Chronologiquement, on peut résumer l'évolution de votre avoir de la manière suivante : 100 USD -> gain de 10 % (10 USD) -> 110 USD -> perte de 10 % (11 USD) -> 99 USD. Si l'on inverse l'ordre du gain et de la perte, le résultat final reste le même : 100 USD -> 90 USD -> 99 USD, le pourcentage de pertes s'appliquant encore une fois à un capital plus élevé que celui du pourcentage de gain. Le résultat final est une perte nette de 1 %, d'où l'asymétrie – les gains et les pertes de pourcentages égaux ont des incidences différentes. Lorsque l'amplitude des performances augmente, cet

² Peterson, Richard, « Inside the Investor's Brain », John Wiley & Sons, 2007, p. 212.

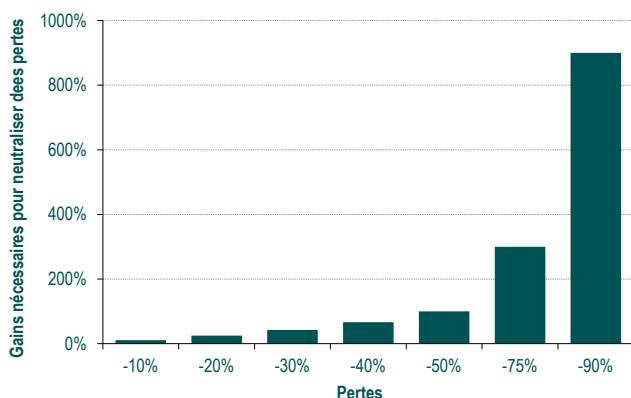
UNE APPROCHE DU RISQUE DÉCLINÉE EN TERMES BIOLOGIQUES ET FINANCIERS

effet devient plus prononcé. A titre d'exemple, partant de 100 USD, si vous gagnez et perdez 20 %, vous vous retrouvez avec une perte nette de 4 %, tandis que si vous gagnez et perdez 50 %, vous subissez une perte nette de 25 %. Dans le cas extrême, gagner et perdre 100 % revient à une perte nette de 100 % - l'intégralité de votre capital, donc la ruine totale. Les éventuels bénéfices intermédiaires importent peu une fois que tout le capital est perdu.



Graphique 1 : Pertes nettes dans le cas de gains/pertes de pourcentages égaux
Source: Comgest

On peut également aborder cette question sous l'angle de la performance nécessaire pour neutraliser une perte. Ainsi, après une perte de 10 %, il vous faut un gain de 11 % pour revenir à la situation initiale. Après une perte de 20 %, un gain de 25 % est nécessaire pour combler l'écart. Si vous avez perdu 50 %, vous devez ensuite doubler votre capital et, après avoir perdu 90 %, enregistrer une performance de 900 % pour neutraliser cette perte.



Graphique 2 : Gain nécessaire pour neutraliser des pertes
Source: Comgest

Bien que des pertes de 100 % soient rares dans les portefeuilles d'actions et donc qu'une ruine totale soit peu probable, cet exercice montre à quel point des pertes sévères peuvent handicaper les performances d'un portefeuille sur le long terme.

La psychologie humaine souscrit aux deux règles de Warren Buffett

Il est intéressant de noter que la psychologie humaine comprend intuitivement l'asymétrie des performances. De nombreuses études ont montré que les gains et pertes de même ampleur (en valeur absolue et non en pourcentage) suscitent des réactions psychologiques très différentes, un phénomène que Daniel Kahneman et Amos Tversky expliquent par « la théorie des perspectives »³. En pratique, le dépit ressenti face à une perte de x est deux fois plus importante que la satisfaction causée par un gain de x . Nous cherchons instinctivement à éviter des pertes importantes, peut-être parce que d'une certaine manière nous comprenons intuitivement leur impact.

Implications pour les gestionnaires de portefeuille

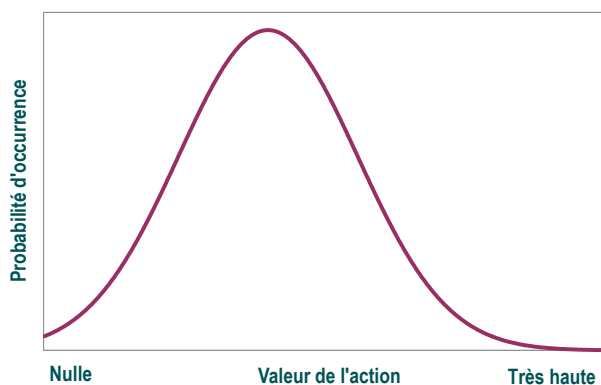
Avec tout le respect dû à l'Oracle d'Omaha, ne pas perdre d'argent occasionnellement est impossible pour un investisseur. Une meilleure règle de gestion des capitaux serait donc : « ne pas perdre trop d'argent », ou encore « bien gérer le risque ». Quelle que soit la façon de la formuler, l'idée est d'éviter un évènement d'« extinction », entre guillemets parce que l'extinction d'un portefeuille d'investissement ne signifie pas seulement sa disparition complète mais peut également être synonyme de conséquences irréversibles sur un historique de long-terme.

Afin de mieux expliquer comment, chez Comgest, nous réfléchissons au concept de la gestion des

³ Kahneman, Daniel, et Amos Tversky, « Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, XLVII (1979), pp. 263-291.

UNE APPROCHE DU RISQUE DÉCLINÉE EN TERMES BIOLOGIQUES ET FINANCIERS

risques⁴, je me permettrai de faire une parenthèse pour formuler de façon simple le concept d'investissement. Au lieu d'envisager un investissement comme ayant une certaine valeur, envisagez-le comme une distribution de résultats potentiels. La valeur d'une action peut être très différente selon que l'entreprise remporte ou non un contrat clé, ou selon qu'elle investisse ou non dans un projet insensé. Il est également possible que la valeur d'une action soit fortement tributaire des conditions macro-économiques et que, dans un environnement économique favorable (en cas de réaccélération de la croissance chinoise par exemple), le titre ait une valeur élevée mais que, dans un environnement macro-économique hostile (par exemple dans le cas d'une inversion de la courbe des taux), l'action ne vaille plus qu'une petite fraction de ce montant. En pratique, lorsque quelqu'un déclare « Apple vaut 500 USD par action », cela signifie que, sur la base d'une série d'hypothèses, la valeur actualisée des flux monétaires futurs – par définition la véritable valeur de tout actif financier – est de 500 USD. Bien entendu, si l'on modifie ces hypothèses et que l'on pose un autre scénario, ce que « vaut » l'action change. On peut tenter d'attribuer des probabilités à chaque scénario et, en tenant compte d'un nombre de scénarios suffisant et des valeurs correspondantes, on obtient une courbe similaire à celle du graphique 3, qui représente les valeurs potentiels d'une action fictive.



Graphique 3 : Distribution potentielle des résultats d'une action hypothétique
Source: Comgest

4 L'utilisation de l'expression « gestion du risque » dans cette lettre fait référence à l'analyse des titres et aux décisions de gestion de portefeuille, donc aux actions des analystes et des gestionnaires de fonds ; il s'agit en conséquence d'une partie seulement du processus de gestion du risque beaucoup plus vaste mis en place chez Comgest.

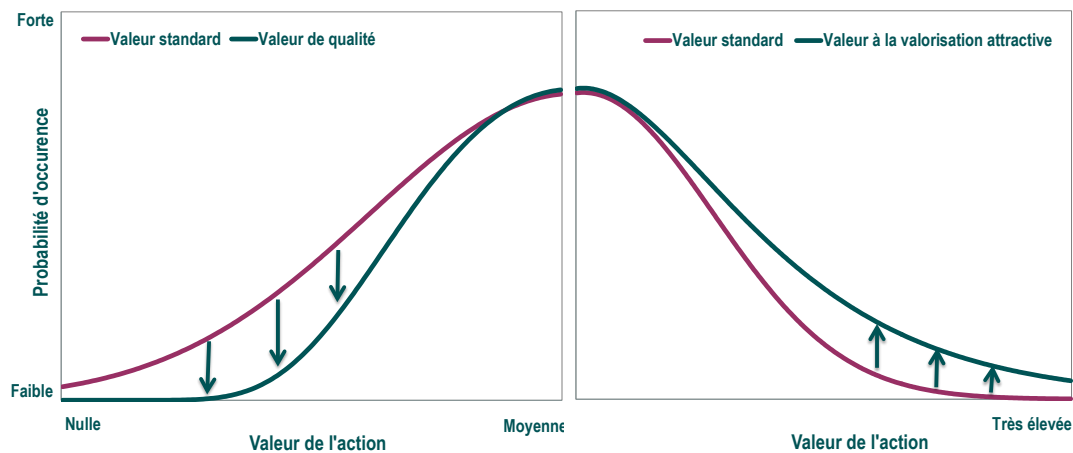
Il y a une faible probabilité que l'action soit sans valeur, en fonction des événements au fil du temps, et une probabilité assez basse que l'action ait une valeur très élevée. La distribution est cependant groupée vers le milieu, dans la zone où la valeur de l'action n'est ni trop élevée, ni particulièrement basse.

La qualité et la valeur sont des notions bien différentes

En tant qu'investisseurs, nous voudrions que la probabilité que l'action ait une valeur nulle ou proche de zéro soit aussi faible que possible, et que la probabilité que l'action connaisse un succès éblouissant soit aussi élevée que possible. Il s'avère que privilégier la qualité – soit sur la base de paramètres quantitatifs, par exemple un faible niveau d'endettement ou une faible volatilité de la rentabilité, soit à partir d'une analyse plus qualitative, en examinant par exemple l'importance des barrières à l'entrée et des avantages concurrentiels – permet généralement de limiter l'extrémité gauche du graphique relatif à une action (voir la partie gauche du graphique 4 ci-dessous). Les sociétés de qualité élevée sont moins susceptibles de connaître des évolutions catastrophiques.

Sur la partie gauche du graphique 4, les flèches symbolisent l'impact de la qualité sur la distribution potentielle des valeurs possibles d'une action : une faible qualité entraîne la baisse de la probabilité d'occurrence des valeurs attendues d'une action. Il est également possible d'accroître les probabilités d'atteindre des valeurs très fortes par rapport à une action standard (voir partie droite du graphique 4 ci-dessous) en se concentrant sur la valorisation (PER bas, rendement des flux de trésorerie élevé, potentiel haussier par rapport à l'analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie). Les flèches de la moitié droite du graphique 4 représentent l'effet d'une approche privilégiant la valorisation sur l'augmentation des probabilités de distribution des valeurs d'une action. Il est généralement difficile de trouver une action présentant à la fois une excellente qualité et une valorisation encore faible ; l'investisseur doit donc

UNE APPROCHE DU RISQUE DÉCLINÉE EN TERMES BIOLOGIQUES ET FINANCIERS



Graphique 4: L'impact de la qualité et de la valorisation sur la distribution des valeurs attendues d'une actions
Source: Comgest

souvent choisir entre qualité et valorisation.

Bien que ce qui précède soit présenté dans le cas d'une action, ces concepts peuvent également être appliqués à des portefeuilles. En construisant un portefeuille privilégiant la qualité, on limite l'extrémité gauche, tandis qu'en privilégiant l'attractivité des valorisations on accroît l'extrémité droite. Quel type de stratégie faut-il dès lors choisir ? Warren Buffett ne fait pas mystère de ses préférences : « Il est largement préférable d'acheter une excellente société à un prix raisonnable qu'une société raisonnable à un prix excellent ».⁵ Autrement dit, la qualité l'emporte sur la valorisation. Chez Comgest, nous sommes d'un avis similaire mais, moins doués que M. Buffet pour les formules lapidaires, nous résumons notre opinion de la manière suivante : dans la première partie de ce document, nous nous sommes attachés à comprendre pourquoi il est crucial de protéger le capital contre un risque de baisse, et à démontrer la difficulté de neutraliser une forte perte. Nous sommes tout simplement convaincus que la meilleure manière pour un investisseur à long terme de parvenir à cet objectif est d'accumuler dans son portefeuille des sociétés de qualité, particulièrement si elles affichent une croissance satisfaisante et que leurs investissements génèrent une rentabilité élevée.

⁵ Berkshire Hathaway, lettre aux investisseurs, 1989. www.berkshire-hathaway.com/letters/1989.html

Il n'est pas obligatoire d'axer la gestion du risque sur des modèles mathématiques complexes

Nous en arrivons logiquement au concept de la gestion du risque et à la manière dont ce concept est interprété. À cet égard, le point de vue le plus répandu aujourd'hui dans le monde de l'investissement est que la gestion du risque passe obligatoirement par une approche mathématique et doit nécessairement être quantifiée, de préférence à l'aide de modèles complexes. Notre opinion est radicalement différente : pour comprendre le risque inhérent à un portefeuille, il nous semble beaucoup plus efficace de comprendre les caractéristiques en termes de rentabilité des sociétés qui le composent. Nous partageons l'opinion de James Montier, pour qui « l'obsession de la quantification du risque (bêta, écart-type, VaR) a remplacé une approche plus fondamentale, plus intuitive et plus importante. Il est clair que le risque ne se réduit pas à un chiffre. C'est un concept à facettes multiples, qu'il est dangereux d'essayer de réduire à une mesure chiffrée ».⁶ L'illustre père de l'analyse financière moderne, Benjamin Graham, salue lui aussi une approche du risque plus fondamentale et moins tributaire des cours : « Le véritable risque de l'investissement se mesure [...] par

⁶ Montier, James, « The Seven Immutable Laws of Investing », Livre blanc de GMO, mars 2011.

UNE APPROCHE DU RISQUE DÉCLINÉE EN TERMES BIOLOGIQUES ET FINANCIERS

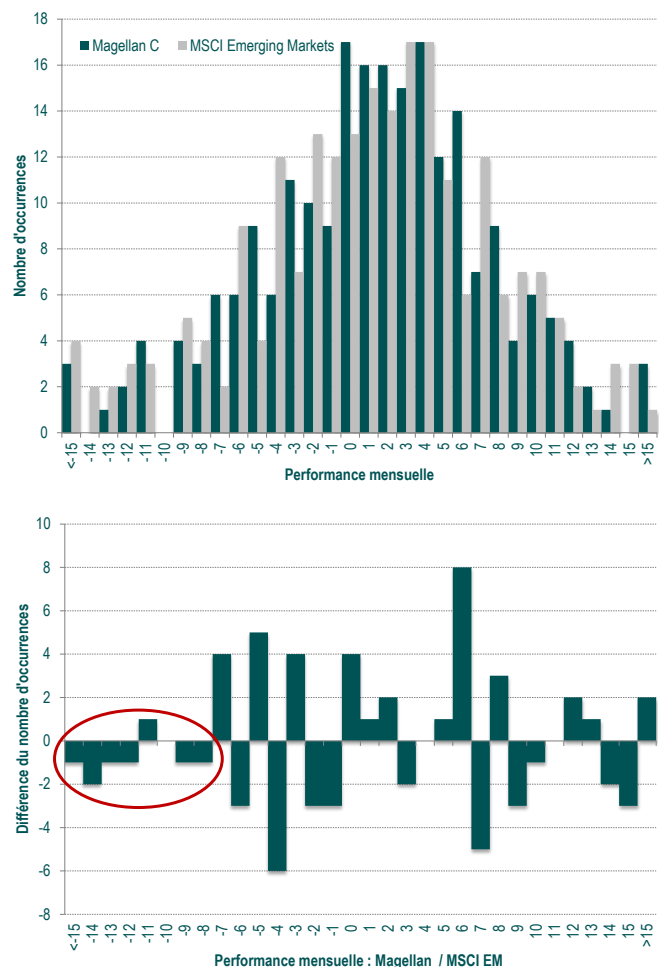
le danger d'une érosion de la qualité ou de la capacité bénéficiaire causée par des évolutions économiques ou une détérioration de la gestion ».7 Il est important de réaliser que notre approche du risque se situe au niveau des titres et sur un plan fondamental, alors que la norme sectorielle des modèles de risque se fonde sur la volatilité des cours et les matrices de covariance, c'est-à-dire sur des statistiques de marché. En d'autres termes, pour comprendre le risque, nous nous concentrons sur l'aspect opérationnel et stratégique plutôt que sur les statistiques boursières. Notre approche de la gestion du risque, visant à réduire l'extrémité gauche de la distribution des valeurs futures potentielles en achetant des actions de qualité, a selon nous davantage fait ses preuves au fil du temps et présente un risque beaucoup plus faible d'erreur de spécification du modèle.

Exemples : Comgest et la gestion du risque

Après avoir examiné la théorie et cité les gourous, il convient à présent de mettre à l'épreuve notre approche de la gestion du risque fondée sur la qualité en vérifiant si la performance de Comgest témoigne de notre succès à cet égard. Commençons par notre fonds phare investi sur les marchés émergents, Magellan, le plus grand fonds de la gamme Comgest. Les marchés émergents étant connus pour leur volatilité, il sera intéressant de voir comment notre approche basée sur la qualité fonctionne dans cet environnement – a priori, elle devrait donner de bons résultats. Le diagramme du haut du graphique 5 indique les performances mensuelles nettes du fonds et de son indice sur l'axe horizontal, avec des barres montrant le nombre de mois depuis la création du fonds pour lesquels on observe une performance du niveau concerné. Comme ce qui nous intéresse plus particulièrement est de savoir si le fonds est moins susceptible que l'indice d'enregistrer une mauvaise performance, le diagramme du bas du graphique 5 indique la différence du nombre de cas observés pour le fonds et pour l'indice : un chiffre négatif signifie qu'une performance de ce niveau est

plus souvent observée pour l'indice que pour le fonds, et un chiffre positif signifie qu'une performance de ce niveau est plus souvent observée dans le fonds qu'au niveau de l'indice.

Le principal facteur à examiner est ce qui se passe aux extrémités de la distribution, et plus particulièrement à l'extrémité de gauche (entourée en rouge). On peut voir sur le diagramme du bas que Magellan a connu moins de pertes mensuelles élevées et moins de mois affichant des performances très élevées, ce qui correspond parfaitement à ce que l'on attend d'une stratégie axée sur la qualité – l'objectif étant de limiter les pertes catastrophiques, quitte à sacrifier un certain potentiel haussier.



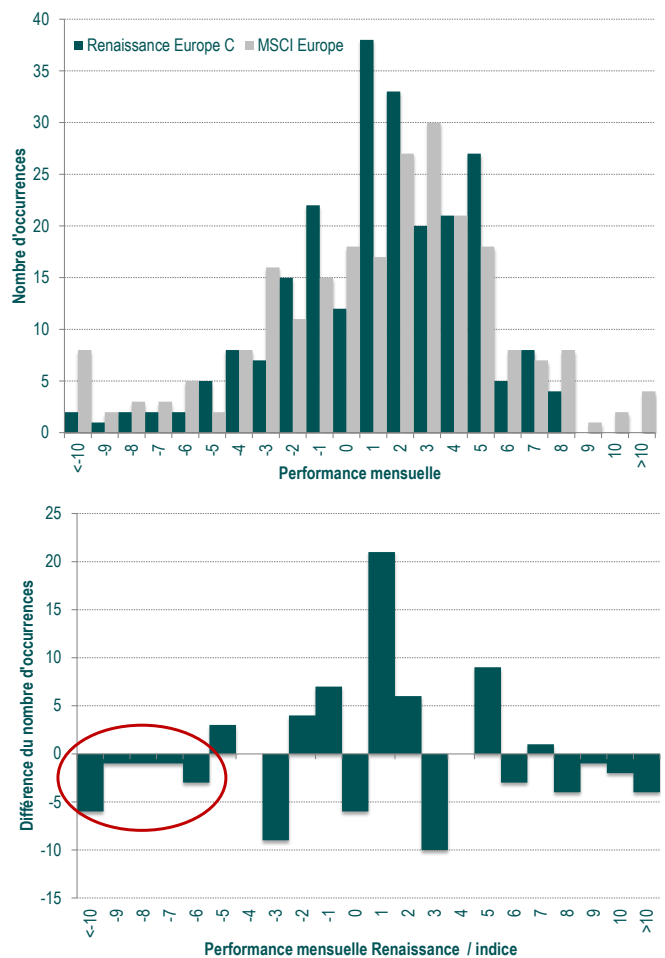
Graphique 5 : Distribution des performances mensuelles (haut) et relatives (bas) de Magellan
Source : Analyse Comgest, performances mensuelles nettes de 12/1994 à 06/2013

7 Benjamin Graham, cité dans Grantier, Bruce, « Benjamin Graham and Risk », Livre blanc du Brandes Institute, 2009.

UNE APPROCHE DU RISQUE DÉCLINÉE EN TERMES BIOLOGIQUES ET FINANCIERS

Intéressons-nous ensuite à Renaissance Europe, le produit phare de notre stratégie européenne. Comme les performances des actions européennes sont généralement moins volatiles que celles des marchés émergents, la distribution est plus concentrée. Renaissance Europe affiche un comportement similaire à celui de Magellan : l'ampleur des pertes – en particulier des plus sévères (entourées en rouge) – est limitée, au prix d'une sous-performance dans les marchés en forte hausse.

Les extrémités gauche et droite des deux diagrammes sont inférieures à celles des univers d'actions représentés. Les fonds Comgest, dont l'approche est fondée sur la qualité, affichent moins fréquemment que leurs indices respectifs des performances très faibles ou très élevées. Etant donné les conséquences de pertes importantes sur la performance à long terme d'un portefeuille, nous acceptons bien volontiers ce compromis, convaincu qu'il permettra de générer une meilleure performance pour nos clients sur le long terme. Notre opinion est similaire à l'adage affiché sur son site Internet par Loews Corporation, société holding très rentable dirigée par la famille Tisch : « Nous nous soucions de la baisse... la hausse viendra d'elle-même ».⁸



Graphique 5 : Distribution des performances mensuelles (haut) et relatives (bas) de Renaissance Europe
Source : Analyse Comgest, performances mensuelles nettes de 12/1993 à 06/2013

8 www.loews.com

Conclusion

Pour conclure, notre opinion concernant la gestion du risque est qu'elle relève de l'approche adoptée par le gestionnaire de portefeuille plutôt que de l'utilisation de modèles sophistiqués pour mesurer diverses statistiques ou de la soumission du portefeuille à un ensemble de contraintes. Notre approche simple – qui selon nous a fait ses preuves – consiste à investir dans des sociétés d'excellente qualité, ce qui constitue la manière la plus efficace de gérer le risque d'un portefeuille, étant donné qu'elle permet d'éviter les catastrophes (en d'autres termes, de réduire l'extrémité de gauche de la distribution des performances, ou de limiter le risque baissier, ou toute autre formulation exprimant la même idée). Le facteur déterminant est d'immuniser autant que possible le portefeuille contre la possibilité d'une perte catastrophique. En termes biologiques, il s'agit donc d'insister sur la mise en œuvre d'une stratégie rudimentaire, prenant exemple sur le cafard. Quiconque utilise cette approche est assuré, quoi qu'il advienne, de rester vivant (et surtout de permettre à ses clients de le rester). En revanche, pour celui qui est suradapté, à l'image du furu ou de LTCM, aucune théorie mathématique ne permettra d'éviter l'extinction.



Peter Shapiro est diplômé de l'Université de Colby où il a obtenu une licence de physique. Il est titulaire d'un master en acoustique de l'Université d'État de Pennsylvanie, d'un master en mathématiques appliquées de l'Université Johns Hopkins et du CFA délivré par l'Institut CFA. Il a commencé sa carrière en tant qu'analyste chez Legg Mason Capital Management à Baltimore (Maryland) avant de rejoindre une société de gestion à Paris. Peter a rejoint Comgest en 2013 en tant qu'analyste sur les actions américaines.

POUR LES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS UNIQUEMENT

Ce document est publié à titre d'information uniquement. Le contenu de ce document ne constitue ni une recommandation, ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Toutes références à un indice ou mesures de performances relatives sur une période de temps spécifiée sont fournies à titre indicatif uniquement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce document est la propriété intellectuelle de Comgest. La reproduction ou la transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Comgest.