

## Sommet Latticework 2019, organisé par MOI Global à New York - La mort de la gestion active?

David Barr et moi avons participé au sommet Latticework, organisé par MOI Global à la ville de New York le 12 septembre dernier. MOI Global, entreprise fondée par John Mihaljevic, auteur du livre *The Manual of Ideas : The Proven Framework for Finding the Best Value Investments* ([consultez notre critique du livre ici](#)) est une communauté de membres unique composée d'investisseurs unis par une passion pour l'apprentissage à vie. Cela fait déjà six ans que Pender participe activement aux activités de MOI Global. Nous présentons des idées de placement, nous donnons des discours sur divers sujets liés au placement et nous participons à plusieurs événements mondiaux<sup>1</sup>. Le sommet Latticework est un événement interactif où les leaders d'opinion de la communauté MOI Global partagent idées, perspectives et sagesse en vue de procéder à une exploration intellectuelle. Parmi les conférenciers précédents, nommons : Howard Marks, président de Oaktree Capital; Tom Gayner, co-président directeur général de Markel Corporation; et Chamath Palihapitya, PDG de Social Capital.

Les sommets Latticework ont pour leitmotiv des modèles mentaux pour l'investissement intelligent et le programme de cette année comprenait plusieurs conférenciers, dont David Barr, qui ont abordé divers thèmes pertinents, informatifs et intéressants. S'il nous fallait identifier un motif global dans les conversations et les discussions que nous avons eues avec d'autres investisseurs, ce serait les exigences et les enjeux liés au fait d'être gestionnaire actif. En effet, les changements dans la structure du marché, la façon dont les progrès technologiques ont permis aux entreprises de croître et de prendre de l'ampleur, la croissance rapide de la gestion passive et l'absence de cycles économiques normaux occasionnée par un environnement de faibles taux d'intérêt semblent avoir comploté pour créer un contexte d'investissement qui est particulièrement difficile. Mais, le changement crée des occasions, et les participants, tout comme les conférenciers, étaient emballés de partager les nouvelles stratégies, les nouveaux concepts et les nouveaux modèles mentaux susceptibles d'améliorer la probabilité de faire des placements fructueux.

### Une analyse du placement dans les entreprises à faible consommation de capital

L'un des sujets abordés fut l'évolution lourde de conséquences dans la façon dont la technologie a permis aux entreprises de croître et de prendre de l'ampleur tout en suivant un modèle à faible consommation de capital. Il s'agit d'un concept que nous comprenons bien chez Pender. En effet, [nous l'avons déjà abordé](#) et même intégré dans notre processus de recherche. Plusieurs entreprises, très bien illustrées par les FAANG<sup>2</sup>, n'ont pas besoin d'investissements importants dans des actifs corporels ni dans le capital humain pour croître et prendre de l'ampleur. Si Facebook souhaite lancer un nouveau produit, comme son nouveau service de rencontres, l'entreprise peut facilement demander à ses programmeurs et concepteurs existants de se concentrer sur la mise en place de ce nouveau service. Le service s'appuie sur l'infrastructure existante de l'entreprise et l'augmentation des frais généraux et de ceux liés aux serveurs Web n'est que minime. Le service est fourni via Internet, service pour lequel Facebook n'a pas à payer, et l'entreprise peut tirer parti

---

<sup>1</sup>[Balado MOI Global : David Barr parle du placement axé sur le style valeur et du monde du placement; MOI Global – Diversified Royalty et Athabasca Oil :Occasions dans les petites capitalisations canadiennes; MOI Global – Zillow : Une entreprise en ligne menée par son fondateur qui cherche à profiter de l'occasion de s'accaparer un marché total disponible.](#)

<sup>2</sup> FB, AAPL, AMZN, NFLX et GOOGL.

de son réseau de 2,3 milliards d'utilisateurs actifs et de la grande quantité de données qu'elle a amassé sur ces utilisateurs pour faire la promotion de son service et pour le distribuer, l'améliorer, l'optimiser et le développer.

Les investisseurs doivent s'adapter à cette évolution vers les entreprises à faible consommation de capital. Ils doivent faire appel à de nouveaux modèles mentaux pour valoriser et évaluer les entreprises. Le processus de placement de Pender utilise des caractéristiques prédictives pour identifier les entreprises susceptibles de produire des rendements composés à long terme, en plaçant l'accent sur la qualité de l'entreprise et sur les barrières à l'entrée dont elle profite, plutôt que sur la valorisation de celle-ci. Les concepts traditionnels du placement style « valeur », comme l'achat d'entreprises dont le ratio cours/valeur comptable de l'actif corporel est faible, ou comme le fait de s'attendre à ce que les marges et les rendements « retournent à la moyenne », sont devenus moins pertinents. Une étude réalisée par Harris Associates <sup>3</sup> montre qu'en 1975, la corrélation entre le cours de l'action et la valeur comptable de l'actif corporel d'une entreprise de l'indice S&P 500 était de l'ordre de 75 %. En 2018, cette corrélation était tombée à 14 %, ce qui est très faible. Lorsqu'il s'agit d'évaluer le potentiel d'un retour à la moyenne, les investisseurs font souvent appel au « taux de diminution des rendements » dans l'analyse qu'ils font d'un placement. Selon cette théorie, une entreprise a un cycle de vie général, caractérisé par une période de forte croissance où l'entreprise génère des rendements élevés qui dépassent son coût du capital. Mais, au fil du temps, ce rendement excédentaire finit par inciter la concurrence et les rendements diminuent jusqu'à ce qu'ils atteignent le coût du capital de l'entreprise. Ainsi, les rendements constamment élevés enregistrés par des entreprises comme Google au cours des 15 années qui se sont écoulées depuis son introduction en bourse ont rendu superflue l'application de la théorie du « taux de diminution des rendements ».

### **Investir dans des entreprises familiales et aller à l'encontre du consensus**

Un autre sujet de discussion fut l'investissement dans des entreprises exploitées et possédées par une famille. Un bon nombre de ces entreprises, qui existent depuis plusieurs décennies, voire plusieurs centaines, sont des conglomérats avec des structures complexes qui offrent des avantages en matière de contrôle ainsi que des avantages fiscaux à leurs actionnaires fondateurs. Ces conglomérats familiaux ont tendance à posséder un large portefeuille composé d'entreprises non liées, dont beaucoup sont de haute qualité et dotées d'importantes barrières à l'entrée. Ils sont, cependant, difficiles à valoriser. Exor N.V., société de portefeuille de la famille Agnelli qui est propriétaire de Fiat Chrysler, PartnerRe, Ferrari, la Juventus Football Club et The Economist, entre autres, est un bon exemple d'une entreprise familiale que nous détenons dans nos portefeuilles. En raison de la complexité et de la structure de ces entreprises, ainsi que de leurs avoirs idiosyncrasiques et parfois étonnants, les investisseurs ont tendance à les éviter et elles se négocient souvent à des rabais importants par rapport à la valeur liquidative. L'important est de veiller à ce que ces entreprises soient bien gérées puisqu'il existe plusieurs façons de créer et de dégager de la valeur lorsqu'on fait affaire avec un bon gestionnaire. En effet, il est possible de créer et de dégager de la valeur à long terme en vendant une entreprise performante à prix élevé, en vendant une entreprise dont les résultats sont médiocres pour augmenter la valeur sous-jacente, en utilisant les flux de trésorerie d'une entreprise pour les investir dans une autre entreprise qui génère de meilleurs rendements, et en mettant sur place des politiques d'allocation du capital comme des programmes de rachat d'actions et des acquisitions.

Nous avons également abordé l'importance du placement qui va à l'encontre du consensus. Nous avons parlé avec certains investisseurs prospères du fait que, pour réussir, il ne faut pas seulement choisir le bon

---

<sup>3</sup> <https://www.im.natixis.com/en-institutional/insights/insights/the-new-value-investing2>

investissement, mais aussi aller à l'encontre du consensus. Une bonne proposition d'investissement devrait se traduire par un rendement positif. Mais, si le marché tient déjà compte de la forte probabilité que cette proposition soit intéressante, le rendement obtenu pourrait ne pas être acceptable. Il est possible de dégager de meilleurs rendements lorsqu'une proposition d'investissement est à la fois bonne et que le marché est sceptique ou opposé à cette proposition. L'accent que nous plaçons sur le fait de bien comprendre la qualité des entreprises que nous possédons et sur l'utilisation d'une approche réservée au placement privé pour comprendre les marchés publics, nous permet d'évaluer le consensus sur une entreprise, d'identifier les occasions lorsque le consensus pourrait être incorrect et d'accroître notre confiance en une proposition d'investissement qui va à l'encontre du consensus.

La façon dont les entreprises se forment et dont elles progressent de même que la dynamique du marché boursier sont en constante évolution. Les méthodologies et les modèles rigides ou désuets d'évaluation sont perturbés et le fait de continuer d'y avoir recours pourrait induire en erreur. En effet, ces modèles pourraient qualifier d'« investissements du style valeur » des placements qui sont en fait des « pièges de la valeur ». Pour bien réussir dans cet environnement, les investisseurs doivent s'adapter et utiliser de nouveaux modèles mentaux pour identifier et analyser les entreprises susceptibles de dégager des rendements composés. L'occasion d'apprendre, de partager et d'échanger des idées et des concepts sur l'investissement avec des investisseurs passionnés et intelligents demeure un privilège pour l'équipe de placement de Pender.

*Amar Pandya, CFA*

*Le 23 septembre 2019*



[www.penderfund.com](http://www.penderfund.com)

**PENDER**  
Gestion de Capital PenderFund Ltée

---

*Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Le présent commentaire est fourni à titre informatif seulement et ne saurait être considéré comme constituant une offre ou une incitation à acheter ou à vendre nos produits ou nos services. Il ne saurait non plus être considéré comme des conseils en placement ni des conseils financiers et n'est fourni qu'à titre informatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente.*

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés. Septembre 2019