

# Sélection de talents : Comment dénicher les perles rares ?



par  
 Cédric Kohler  
 Responsable Advisory

**Fundana SA**

**S**i vous aviez confié 1'000 dollars en 1969 à George Soros, vous seriez aujourd'hui à la tête d'une fortune de plus de 9 millions ! Warren Buffet, lui, vous aurait rapporté près de 2 millions alors qu'un investissement dans le S&P 500 sur la même période ne vous aurait ramené que 33'000 dollars. Pourquoi certains gérants sont-ils aussi exceptionnels ? Ont-ils été touchés par la grâce des dieux ? Ont-ils acquis un talent hors norme ou sont-ils simplement très chanceux ?

Demandez autour de vous et tous s'accorderont à dire que Mozart incarne le génie en musique, Tiger Woods la perfection dans le golf et Warren Buffet le talent dans la finance. Virtuoses de leur art dès l'enfance, on pourrait croire qu'ils sont nés avec un don du ciel. Mozart apprit à jouer du piano à 3 ans, composa dès 5 ans et donna ses premiers concerts à 8 ans ! Tiger Woods fut, à 21 ans, le plus jeune vainqueur d'un Masters, quant à Warren Buffet, il négociait

des titres à 11 ans déjà. Pourtant, leurs biographies révèlent des cieux pas forcément si cléments. Les premières compositions de Mozart s'avèrent des imitations des compositeurs de l'époque. Fils d'un professeur de musique, Wolfgang a baigné dès son plus jeune âge dans les partitions et a aligné d'innombrables heures de répétitions. Or, les critiques reconnaissent le concerto pour piano n°9, composé à Salzburg en 1777 à l'âge de 21 ans, comme son premier véritable chef d'œuvre. En d'autres termes, Mozart n'est devenu Mozart qu'après 18 ans de travail acharné tout en baignant dans le meilleur écosystème possible.

Du talent certes, mais modelé avec beaucoup de transpiration ! Earl Woods, le père de Tiger, était aussi passionné de golf que par l'enseignement de ce jeu. Il tapait des balles des heures durant devant son fils de trois ans, calé dans sa poussette, avant de lui glisser un club dans les mains. Tiger remporta ainsi son premier titre après 17 ans

d'entraînements ! Quant au petit Warren, c'est lors de stages chez son père, courtier en bourse du Nebraska, qu'il acheta ses premiers titres à l'âge de 11 ans. Mais ce n'est qu'à partir de 30 ans qu'il commença à générer des rendements véritablement exceptionnels.

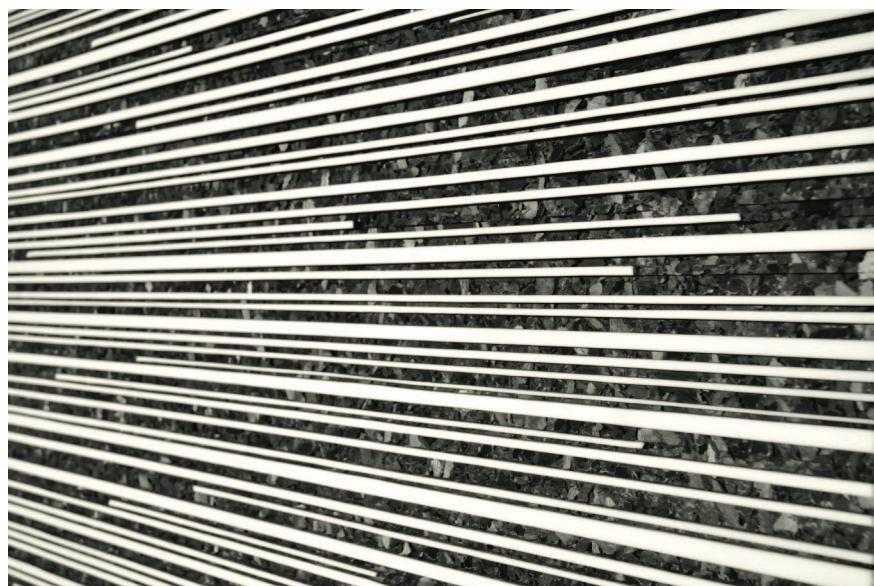
En musique, en sport comme en finance, on ne s'invente pas superstar ; on le devient après avoir baigné dans un biotope favorable et au prix d'un implacable labeur. Malheureusement pour les sélectionneurs de talents de la finance, l'excellence ne suffit pas à révéler le génie. En effet, la performance d'un gérant peut être simplement le résultat d'un gros coup de chance. Reconnaître la virtuosité d'un gestionnaire nécessite du temps. Plus une performance excelle sur le long terme, moins elle est susceptible d'être le fruit du hasard, et vice versa. Il est ainsi très difficile de juger de la qualité d'un rendement sur trois ans.

Pourtant, il est crucial d'arriver à reconnaître l'excellence d'un gestionnaire avant qu'elle n'éclate au grand jour, car on se heurte alors à d'autres écueils : une masse sous gestion gigantesque, une fortune personnelle considérable, ou une détérioration de la liquidité du portefeuille pour n'en citer que trois.

La solution à cette équation demande plus d'attention. Elle consiste à décortiquer soigneusement l'avantage compétitif, la gestion des émotions ainsi que l'organisation d'un gérant.

## Déceler l'avantage compétitif

L'élément essentiel est de parvenir à comprendre d'où vient l'avantage compétitif (edge) d'un gérant. Prenons l'exemple d'un gérant actions : il faut saisir en quoi son analyse fondamentale d'une société se démarque des attentes du marché, et comment cet écart va évoluer dans le court et moyen terme. Trop souvent, un gérant qui analyse une nouvelle société a l'impression de découvrir un nouveau marché, un business exceptionnel, et décide logiquement d'acheter immédiatement le titre. Or, l'essentiel, ici, est de savoir si le marché possède déjà l'information. Car, dans ce cas de figure, la croissance des revenus de cette branche n'impliquera pas automatiquement de bons rendements, les marchés, efficents, ayant déjà anticipé le mouvement.



Julien Carpi - détail - carbone et époxy



Julien Carpi - carbone et époxy - 224 x 144 cm

Les analystes sell-side sont, de la même manière, sujets à des biais. Comme ils couvrent en permanence plus d'une centaine de sociétés, ils n'ont pas la possibilité d'effectuer une étude détaillée de chacune d'entre elles, ni de prendre le recul nécessaire en incorporant les tendances à long terme du secteur (pensez à Apple). Leurs analyses se basent surtout sur les derniers trimestres et des ajustements marginaux sur les revenus et bénéfices. À l'inverse, un gérant qui ne se concentre que sur une vingtaine de titres peut approfondir son étude, déceler des changements de paradigme et, ainsi, voir au-delà de la myopie du marché.

## Étudier l'homme derrière l'investissement

Chaque humain est un être sensible, livré aux sentiments et aux émotions les plus diverses. Or, celles-ci sont contre-productives dans les décisions d'investissements. L'expérience montre ainsi que nous sommes souvent davantage influencés par les données récentes (*anchoring*), facilement gagnés par les mouvements de foules, habités par la croyance dans la justesse de nos prédictions (*overconfidence*) ou par notre propension à chercher des informations qui confirment notre point de vue (*confirmation bias*).

La bonne nouvelle, c'est qu'il est possible d'identifier nos propres biais et que l'on peut s'attacher à les réduire. La plasticité de notre cerveau nous permet en effet de nous adapter. Mais comme en sport ou en musique, il faut une décennie d'entraînements et d'efforts répétés pour parvenir à s'affranchir de ses propres biais et, ainsi, sortir du lot.

L'excès de confiance en ses propres jugements est un biais caractéristique des individus qui n'aiment pas le changement. Pour y remédier, ceux-ci peuvent essayer de réfléchir en termes de scénarios et de probabilités plutôt qu'en tablant sur une unique prédiction. La tenue d'un journal permet aussi de systématiquement mémoriser les raisons de chaque investissement, la vision du marché à cet instant là et les risques de l'investissement.

## Comprendre l'organisation

L'organisation du gérant de fonds est aussi l'un des éléments clé à observer. Beaucoup analysent le nombre de personnes employées, les systèmes mis en place et l'indépendance des fonctions. Mais il est primordial de d'abord comprendre les incitations induites par l'organisation.

Idéalement, on préfèrera un gérant qui gère son propre fonds et qui y a investi une bonne partie de sa fortune personnelle. Son approche relève de celle de l'entrepreneur, du professionnel, du patron plutôt que de l'employé ou de l'agent. Ses intérêts convergent avec ceux de l'investisseur : il cherche à maximiser les rendements à long terme.

Malheureusement, trop d'organisations n'ont pas cette approche à l'image d'une bonne partie des fonds *long-only* ou de certaines grandes plateformes alternatives. Pourtant, le biais est évident : un gérant qui n'est pas investi dans son fonds bénéficiera des gains mais ne sera pas affecté par les pertes. En cas de catastrophe, au pire, il perd son poste créant ainsi une asymétrie favorable pour lui. L'organisation a ainsi intérêt à maximiser à court terme les revenus de leur activité plutôt que de maximiser la performance des fonds. Corollaire : ce type d'organisations plutôt que de se concentrer sur la performance va développer tout une gamme de produits de façon à toujours s'assurer un revenu.

Il est donc préférable de sélectionner une organisation dont les propriétaires sont aussi les gérants et où ses derniers sont fortement investis dans le fonds.

## Savoir partir

Sélectionner un gérant c'est aussi savoir décliner le moment de s'en séparer. Hormis les critères classiques et non moins importants tels la performance, la source des rendements, le processus d'investissement ou les partenaires engagés, un élément primordial demeure la taille du fonds et de l'entreprise. C'est un très bon indicateur pour éviter une multitude de problèmes potentiels. Un petit souci dans un fonds modeste reste généralement un problème limité. Une position difficile de 5% pour un fonds de 100 Mio représente ainsi 5 Mio. Mais le même pourcentage pour un fonds de 10 Mio équivaut à un montant de 500 Mio. Or, si l'est aisément de trouver de la liquidité pour une position de 5 Mio, il n'en est évidemment pas de même pour 500 Mio.

Une organisation de grande taille signifie aussi plus d'investisseurs à recevoir, plus de personnel à gérer, plus de contreparties à avoir, autant d'éléments susceptibles de distraire le gérant et de diluer la performance du fonds. Rares sont les gérants capables de régir cette croissance sans mettre en péril leur entreprise. D'autres signes tels l'ego d'un gérant qui enflé, une arrogance croissante ou un burn out doivent immédiatement alerter l'investisseur quant à la pertinence de son engagement dans le fonds.

Identifier des gestionnaires talentueux n'est ainsi pas chose facile surtout si on ne se contente pas de sélectionner les stars du moment. Car en finance comme en sport et en musique, le talent ne se révèle qu'après plusieurs décennies d'entraînements acharnés. Savoir le reconnaître s'avère donc aussi un talent qui nécessite son lot de sueur... ■