

SERAIT-IL EN FAIT PLUS RISQUÉ D'INVESTIR DANS DES ENTREPRISES SOI-DISANT MOINS RISQUÉES?

par Brandon Snow

Le concept le plus important en investissement est celui du *risque*. Il est impossible d'évaluer les titres sans avoir acquis une perception et une bonne compréhension du *risque*.

Le risque se définit de plusieurs manières. Cependant, du point de vue de nos clients qui ont pour objectif d'accroître leur patrimoine au fil du temps, nous définissons le *risque* comme étant **le potentiel de pertes permanentes du capital et la gravité de ces pertes**. Nous investissons seulement lorsque le potentiel de hausse dépasse le risque de pertes permanentes de capital.

Investir dans une entreprise comporte plusieurs risques liés, entre autres, à la concurrence, à la sécurité d'approvisionnement, à la fluctuation de la demande, à la hausse des coûts, à la perte d'un employé essentiel et à la réglementation. Du point de vue financier, le risque se présente en deux volets : le risque d'exploitation (résultats et flux de trésorerie) et le risque lié au bilan. Heureusement, en tant qu'investisseurs suivant une approche ascendante, nous sommes en mesure d'élaborer nos propres modèles, de communiquer avec les équipes de gestion, de développer nos hypothèses relativement à ces deux risques et d'évaluer l'incidence de ces derniers au moyen de différentes mesures financières. (Notre processus de recherche et l'accent que nous mettons sur les activités de base contribuent à contrer ces risques, mais j'en parlerai dans un commentaire subséquent.)

Il est très difficile de définir le risque en raison de sa nature changeante au fil du temps. Il n'est mesurable qu'avec du recul et en se fondant sur la perception. Mon opinion quant au risque de perte lié à une action importe peu puisque je n'en fixe pas le prix; ce qui compte est le niveau de risque que le marché reflétera dans le cours de l'action.

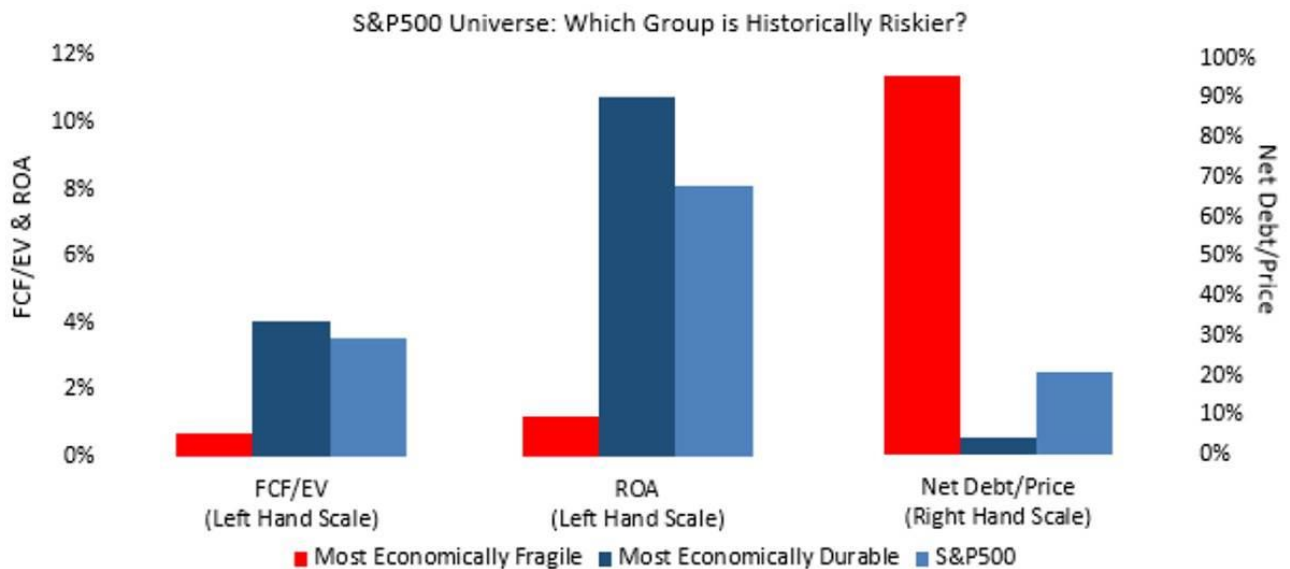
La vaste majorité, en particulier les théoriciens, a un grand besoin de certitude, c'est pourquoi ils développent des hypothèses visant à simplifier un monde autrement complexe et désordonné avant d'entreprendre leurs travaux de recherche. La *théorie du marché* est basée sur l'hypothèse d'une personne rationnelle intervenant dans le marché pour en tirer le plus grand profit. Dans cette hypothèse, le prix du marché devrait fluctuer autour de la juste valeur suivant une répartition normale sur la courbe. Cette théorie s'avère juste la plupart du temps, mais pas lorsque surviennent des événements majeurs. En effet, selon cette théorie, un effondrement du marché comme en 1987 devrait survenir seulement une fois tous les 520 millions d'années.¹

Comme la vaste majorité a un grand besoin de certitude et que les règles, ou lois du marché s'appliquent la plupart du temps, plusieurs aspects de la théorie du marché sont basés sur la répartition normale le long de la courbe, y compris le bêta. Le bêta mesure la volatilité d'un titre par rapport à l'indice de référence sous-jacent. Comme les actions reflètent la juste valeur (sans tenir compte du « bruit » sur le marché), et parce que le bêta peut être calculé, il est devenu une mesure du risque dans plusieurs disciplines financières. La *Théorie moderne du portefeuille*, le *coût du capital* et les *modèles d'évaluation du prix des options* sont tous fondés sur le concept du bêta.

Au cas où vous ne l'auriez pas remarqué dans mes entrées de blogue et commentaires précédents, je suis complètement en désaccord avec cette idée. J'ai remarqué que de plus en plus de sociétés réduisent le rendement requis pour payer un multiple très élevé du flux de trésorerie afin de faire l'acquisition de sociétés, cela est probablement parce que le coût du capital a chuté, alors que les marchés ont augmenté et que les taux de rendement se sont resserrés. Cependant, cela risque de causer une grave détérioration de la valeur lorsque le cycle du marché changera.

En tant qu'investisseurs suivant une approche ascendante, nous avons recours à plusieurs outils pour juger de la qualité et du niveau de risque d'un placement potentiel. Nous nous concentrons sur les données clés d'une entreprise, notamment le levier financier, le rendement des actifs et la génération de trésorerie. Nos homologues à Kailash Capital suivent une approche très semblable lorsqu'ils procèdent à l'analyse du marché dans son ensemble.

Ils ont récemment examiné l'indice S&P 500 (excluant les titres du secteur des services financiers) du point de vue du risque, en répartissant les sociétés dans des quintiles en fonction de leur ratio BAIIA/dette nette. Le tableau ci-dessous montre les quintiles supérieurs et inférieurs pour trois mesures :

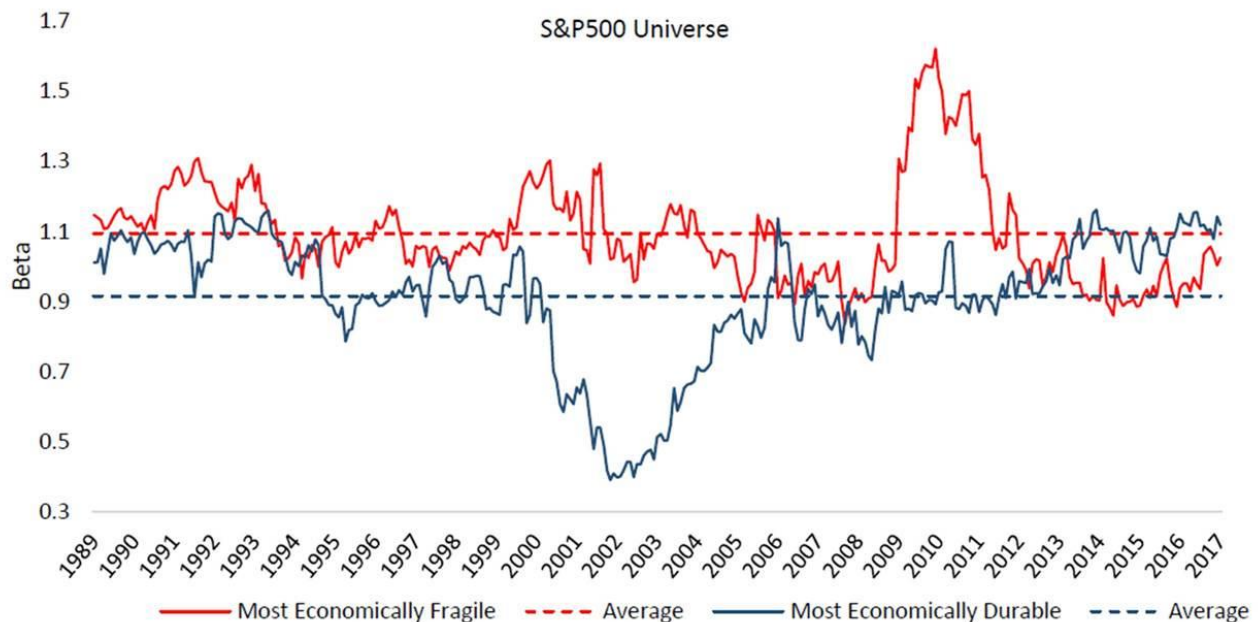


Source: Robert W. Baird & Co Inc, Kailash Capital, Russell, Compustat; Data from 4/30/1989-4/30/2017
Data is ex-financials

Les sociétés les plus viables économiquement affichent les meilleurs résultats au niveau des rendements, du levier financier et de la génération de flux de trésorerie. Notre approche et notre bon sens nous portent à conclure que les sociétés les plus viables économiquement sont moins risquées que les autres.

MAIS, lorsque l'on place les bêta des deux groupes sur un graphique, on peut voir que quelque chose s'est produit pour la première fois depuis près de 30 ans. En effet, depuis le début de 2013, le bêta des sociétés fragiles économiquement a été inférieur à celui des sociétés viables économiquement :

Fig. 5: S&P 500 Universe: Betas Gone BACKWARD



Source: Robert W. Baird & Co Inc, Kailash Capital, Russell, Compustat; Data from 4/30/1989-4/30/2017
Data is ex-financials

Quelle en est l'explication? C'est probablement parce que le bêta est utilisé comme référence pour le risque, car il est observable et cadre avec la Théorie moderne du portefeuille, laquelle ne correspond pas à la réalité. En fait, le bêta est utilisé comme donnée dans divers produits : fonds à parité du risque, FNB alignés sur la volatilité et fonds communs de placement à base quantitative. L'inefficacité des marchés a probablement été causée par le désintéressement des stratégies de placement ascendantes au profit des stratégies d'investissement factorielles et passives. Plusieurs personnes ont une attitude complaisante à l'égard du risque, ayant profité pendant plusieurs années des bilans gonflés des banques centrales.

Plusieurs concepts sont théoriquement plausibles. En réalité, la plus grande fluctuation au jour le jour du cours des actions de sociétés de meilleure qualité, par rapport au cours des actions de sociétés de moindre qualité, ne signifie pas que les sociétés de qualité sont devenues plus risquées, ou inversement.

1. Didier Sornette, *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems* (Princeton University Press, 2003), 51.

Ce commentaire est publié par CI Investments Inc. Il est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel de placement ni comme une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Tous les efforts ont été déployés pour s'assurer que le présent document était exact au moment de sa publication. Toutefois, CI Investments Inc. ne peut en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité et n'endosse aucune responsabilité pour quelque perte que ce soit découlant de toute utilisation de l'information contenue dans la présente. Le présent rapport peut renfermer des déclarations prospectives sur le Fonds, son rendement futur, ses stratégies ou perspectives, et les mesures que pourrait prendre le Fonds. Ces déclarations reflètent les convictions des gestionnaires de portefeuille et sont basées sur l'information qui est actuellement disponible. Les déclarations prospectives ne sont pas des garanties de la performance future des fonds. Le lecteur est prié de ne pas se fier indûment à ces déclarations, puisque les événements et les résultats réels pourraient différer sensiblement de ceux qui sont énoncés dans les déclarations prospectives, notamment des changements économiques, politiques et des marchés, ainsi que d'autres événements. Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se

répéter. ®Placements CI, le logo de Placements CI et Cambridge sont des marques déposées de CI Investments Inc. Cambridge Gestion mondiale d'actifs est une division de CI Investments Inc. CI Global Investments Inc., une société inscrite auprès de la Commission des valeurs mobilières des États-Unis affiliée à CI Investments Inc., est le sous-conseiller de certains fonds associés à Cambridge Gestion mondiale d'actifs. Publié en juillet 2017.