

RÉSILIENCE + OPTIONNALITÉ

Une philosophie d'investissement de NZS Capital sur L'investissement dans la complexité

La version complète de cette philosophie d'investissement est disponible sur nzscapital.com. NZS Capital et Jupiter Asset Management ont formé un partenariat stratégique en décembre 2019. Jupiter fournit un support opérationnel, une aide en matière de gestion des risques et une distribution mondiale exclusive.

jupiteram.com

Réservé aux investisseurs professionnels et institutionnels. Distribution interdite aux particuliers.

**JUPITER**
ASSET MANAGEMENT

Les événements extrêmes sont normaux, il faut les accepter !

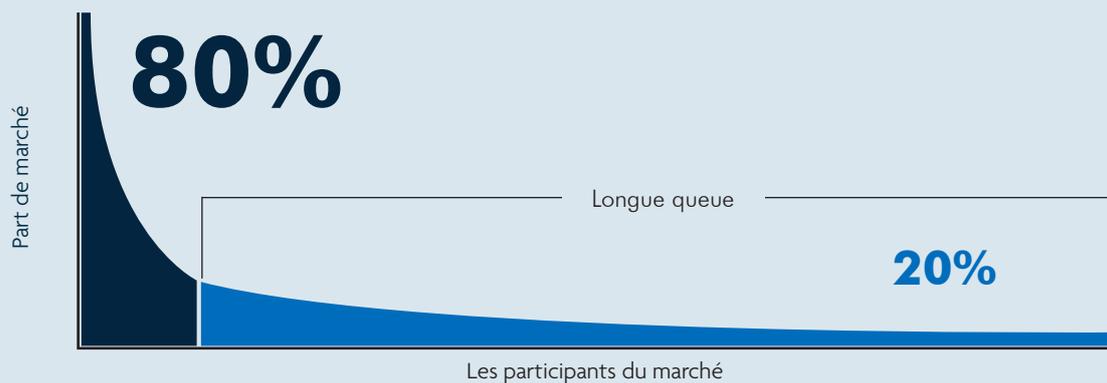
La science du comportement nous apprend que les êtres humains sont bien moins efficaces dans leurs prédictions qu'ils ne le pensent, **et qu'ils sont particulièrement mal inspirés lorsqu'il s'agit de prédire des événements extrêmes.**

Il y a de nombreuses raisons à cela, et notamment que chacun de nous a tendance à envisager l'avenir en termes de loi normale, avec plus de 99,7 % des résultats dans une fourchette de trois écarts types du centre.

Les courbes en cloche de loi normale sont excellentes pour prévoir les systèmes en équilibre, **mais elles sont particulièrement inadaptées pour faire des prédictions dans des systèmes adaptatifs complexes tels que le monde réel et les marchés financiers.**

GRAPHIQUE 1: LOI DE PUISSANCE

Dans un monde marqué par les disruptions, quelques gagnants raflent l'essentiel de la mise.



Les systèmes complexes présentent des propriétés émergentes et sont incroyablement sensibles aux petits changements – c'est pourquoi ils s'expliquent mieux au moyen des **lois de puissance.**

Une loi de puissance est une relation mathématique dans laquelle la fréquence d'un événement varie de façon exponentielle par rapport aux caractéristiques de cet événement. Les lois de puissance sont fréquentes dans la nature et les réseaux. Les tremblements de terre sont un bon exemple : si les tremblements de terre mineurs sont fréquents, nous savons que les puissants séismes existent mais nous ne savons jamais exactement quand ils se produiront ni quelle sera leur ampleur.

Le fait d'appréhender les marchés financiers en termes de lois de puissance nous indique que les événements extrêmes ne sont pas seulement courants, mais qu'ils doivent être anticipés comme étant la norme.

La volatilité est souvent considérée comme un risque. Nous remettons en question cette équivalence présumée. Dans les systèmes complexes, la volatilité entraîne un comportement émergent qui améliore le système au fil du temps.

Compte tenu de ce comportement de loi de puissance, nous proposons un nouveau cadre pour l'allocation des capitaux qui évite les prédictions restrictives et met l'accent sur l'adaptabilité, l'innovation, les effets de réseau et la durée de la croissance. Cette approche équilibre la résilience et l'optionnalité pour éviter les pièges de la foi erronée en un monde « normalement » distribué.

Chaque secteur est confronté à des disruptions.

Actuellement, c'est dans le secteur technologique que l'on en trouve le plus. Mais ce n'est qu'un début.

Dans un monde marqué par les disruptions, quelques gagnants raflent l'essentiel de la mise. Les distributions de type loi de puissance prévalent.

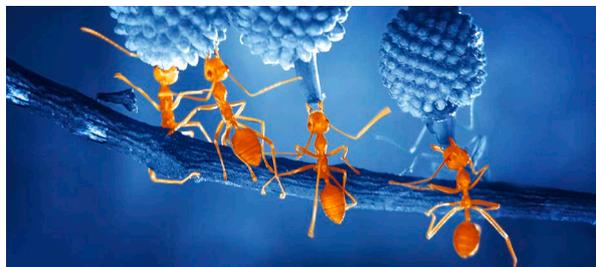
Investir dans un monde façonné par les disruptions exige une nouvelle approche. Un nouveau cadre d'investissement.

Résilience et Optionnalité

Nous acceptons la volatilité et nous nous concentrons sur l'allocation des capitaux à des entreprises capables de prospérer dans un environnement complexe. Pour ce faire, elles doivent posséder deux caractéristiques que nous décrivons comme la **résilience et l'optionnalité**.

Le bon équilibre entre la résilience et l'optionnalité nous permet de rester agnostiques quant aux différents scénarios que l'avenir pourrait nous réserver.

Dans la mesure où nous effectuons des prédictions sur l'avenir, elles sont générales (« le cloud computing sera un secteur beaucoup plus important dans cinq ans qu'il ne l'est aujourd'hui ») plutôt que détaillées (« l'entreprise X augmentera son chiffre d'affaires de 15 % au prochain trimestre »).



Apprenons des fourmis – elles sont plus paresseuses que vous ne le pensez

La poursuite incessante de la productivité au détriment de la résilience constitue la philosophie dominante des entreprises depuis des décennies. Pensez aux stocks « à flux tendus » lorsque des chocs perturbent la chaîne d'approvisionnement.

Les fourmis sont souvent considérées comme l'incarnation de l'assiduité et de la diligence dans le règne animal mais, curieusement la moitié de la colonie reste assise à ne rien faire la plupart du temps ! Un consultant s'en donnerait à cœur joie : n'est-ce pas un énorme gaspillage de ressources ? En fait, les fourmis se sont adaptées pour être résilientes aux événements extrêmes. Si une crue soudaine tue celles qui sont en train de récolter, ou si un animal endommage une partie de la colonie, une grande réserve de fourmis peut prendre le relais. Les fourmis ont survécu pendant des millions d'années en ne sacrifiant PAS la résilience au profit de la productivité.

Si l'on transpose cela au monde des affaires, les entreprises résilientes sont celles qui sont les moins obsédées par la maximisation des performances à court terme et davantage axées sur leur capacité à s'adapter et à évoluer dans des conditions fluctuantes, à survivre et même à tirer parti d'événements extrêmes.

L'optionnalité fait référence à un gain potentiel important résultant d'un investissement relativement faible – c'est ainsi que les lois de puissance mentionnées plus haut peuvent jouer en notre faveur. Les lois de puissance ne sont pas inconnues des investisseurs en capital-risque, ils savent que beaucoup de leurs investissements ne rapporteront rien et qu'ils n'ont besoin que d'un petit nombre de paris gagnants pour que le portefeuille soit performant.

Pour les startups et les entreprises innovantes, l'incertitude peut altérer la confiance à l'égard des résultats d'investissements spécifiques, mais le fait de détenir de nombreuses entreprises assorties d'un degré d'optionnalité élevé devrait générer plusieurs paris perdants et quelques gagnants hors normes.

Le zen et l'art de la gestion de portefeuille

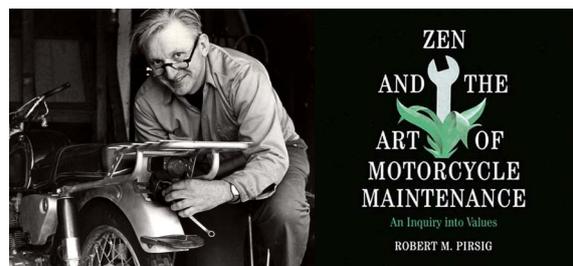
QUALITÉ, CROISSANCE ET CONTEXTE

Nous disposons de plusieurs outils clés pour évaluer les entreprises et les tendances qui sont susceptibles de survivre et de prospérer dans un système complexe, afin de pouvoir offrir à nos portefeuilles un équilibre optimal entre résilience et optionnalité. Ces attributs s'articulent autour de trois volets : **Qualité, Croissance et Contexte.**

LA QUALITÉ : ON LA RECONNAÎT AU PREMIER COUP D'ŒIL

« Ce que j'entends (au même titre que n'importe qui) par le mot « qualité » ne peut être décomposé en sujets et prédicats. Ce n'est pas tant que la qualité est particulièrement mystérieuse, mais elle est simple, immédiate et directe ».

C'est ce qu'écrivait Robert M. Pirsig dans son roman *Traité du zen et de l'entretien des motocyclettes*, et c'est une philosophie qui résume notre propre vision de la qualité dans les entreprises. Pour nous, l'essence d'une entreprise de qualité se résume à son équipe de direction et à sa structure.



La réflexion à long terme et la capacité d'adaptation sont les deux revers d'une même médaille car, souvent, une entreprise prospère trouve un équilibre entre le fait de privilégier ce qui ne changera PAS au sein de son activité et une forte capacité à anticiper l'évolution des besoins de ses clients. C'est une chose que les meilleures équipes de direction comprennent intuitivement.

Nous aimons découvrir des entreprises qui combinent résilience et optionnalité. Elles auront probablement certains produits ou services qui peuvent être optimisés pour la résilience, et ces unités commerciales qui affichent des revenus récurrents et génèrent beaucoup de trésorerie devraient être utilisées pour financer une série d'investissements en optionnalités autour des compétences principales ou secondaires de l'entreprise.

À LA RECHERCHE D'UNE CROISSANCE À SOMME NON NULLE

Dans un monde complexe aux interdépendances croissantes, le meilleur résultat pour tous les acteurs est de prendre des décisions qui créent des scénarios positifs à somme non nulle (SNN), des situations gagnant-gagnant qui laissent les deux parties en meilleure posture que si elles n'avaient pas effectué de transaction.

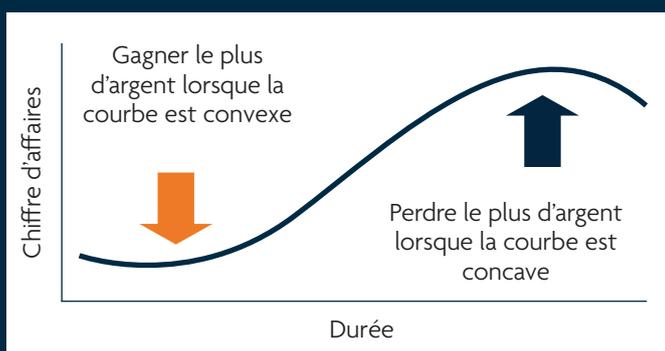
Une entreprise qui exploite une plate-forme axée sur la création de valeur pour tous les participants, y compris elle-même, crée de nombreux scénarios à SNN. La situation optimale gagnant-gagnant est atteinte lorsque la plateforme crée plus de valeur pour l'écosystème que pour la trésorerie de l'entreprise. Les entreprises qui innovent sur les grands marchés établis peuvent le faire en offrant à toutes les composantes des SNN plus élevées que celles des concurrents établis et en changeant les règles du jeu. Les SNN vont bien au-delà de l'ESG. Les SNN tiennent compte des clients, des employés, de la société, de l'environnement et des investisseurs.

Durée de la croissance

Lorsque l'on évalue la croissance, nous estimons qu'il est plus important de considérer la durée plutôt que le rythme. Une croissance rapide est certes attractive, mais elle peut être extrêmement dangereuse pour la santé à long terme d'une entreprise. Nous pensons plutôt que le marché sous-évalue régulièrement la croissance lente et de longue durée.

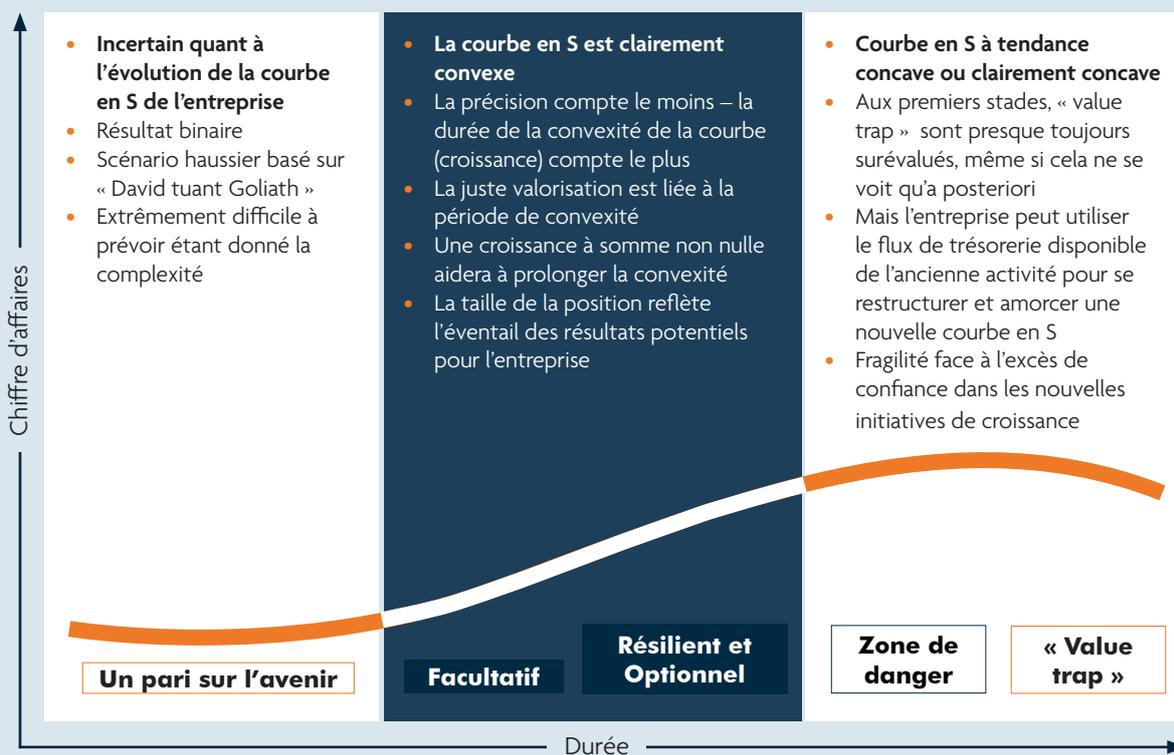
GRAPHIQUE 2: LA CROISSANCE A TENDANCE À SUIVRE UNE COURBE EN S.

Dans un monde caractérisé par l'innovation, seuls quelques gagnants s'imposent.



En outre, lorsque nous cherchons à déterminer où se situe une entreprise sur sa courbe de croissance « en S », nous devons tenir compte de la valorisation du marché et des prévisions que cette valorisation exige pour l'avenir. Il est important de noter que nous devons également tenir compte de la fragilité de ces prévisions.

GRAPHIQUE 3: COURBE EN S



CONTEXTE : COMPRENDRE LE CHANGEMENT

Lors de la sélection des investissements, nous ne voulons pas que le portefeuille global soit fragilisé par une vision particulière de l'avenir. Ce contexte est essentiel, car même les meilleures équipes de direction ne peuvent pas vendre plus de fouets d'attelage dans un monde qui est envahi par les moteurs.

C'est pourquoi une grande partie de notre recherche consiste à comprendre ce qui se passe au sein des écosystèmes dans lesquels nous investissons. Comme Amazon, nous nous attachons à déterminer ce qui va changer et ce qui ne changera PAS.

Il s'agit du genre de prévisions générales que nous avons mentionnées dans une section précédente. Pourtant, le reste du marché effectue des prédictions en permanence, ce qui se reflète dans la valorisation des actions. Des valorisations plus élevées nécessitent des prédictions plus spécifiques ; elles proposent de multiples façons de perdre, et seulement un sentier étroit vers la victoire. Dans de tels cas, même si l'entreprise elle-même est une activité sous-jacente résiliente, le cours de son action pourrait être très fragile et décevoir Wall Street.

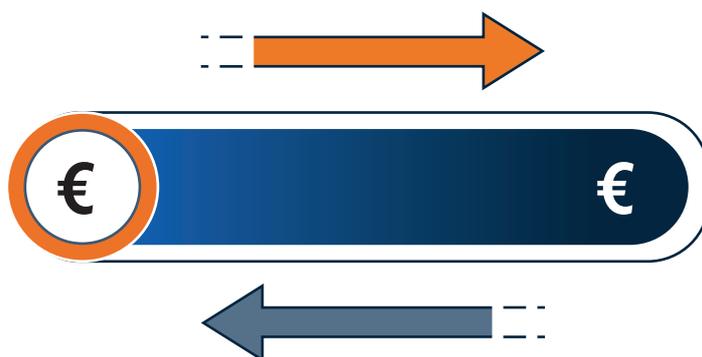


Amazon est la tête d'affiche de la réflexion à long terme et de l'adaptabilité. C'est une entreprise très expérimentale qui réagit rapidement à l'évolution des tendances, mais son modèle économique est fondé sur une vérité constante à long terme : quels que soient les changements dans le monde, les gens voudront toujours des produits moins chers, plus de choix et une livraison plus rapide.

Un nouveau cadre pour l'avantage concurrentiel

L'un des aspects importants des caractéristiques commerciales de la résilience et de l'optionnalité est une nouvelle façon de concevoir l'avantage concurrentiel. Traditionnellement, cela a été défini en termes de barrières structurelles à l'entrée ou de « fossé », mais dans le monde moderne, nous considérons ces barrières comme un anachronisme, l'héritage d'un monde dans lequel l'information ne circulait pas librement.

D'ici quelques années, la majorité de la population mondiale aura accès à un smartphone, et donc aux informations internationales dans sa poche. À l'ère de l'information instantanée et complète, les « barrières » artificielles décrites par des analyses comme celle des cinq forces de Porter deviennent des vulnérabilités paralysantes et, à ce titre, s'écroulent l'une après l'autre. Les entreprises qui ont une confiance excessive dans leur propre avantage concurrentiel sont les plus exposées à la disruption, car elles ne voient pas que les besoins de leur marché évoluent. L'antidote à cette situation est l'innovation, et toute entreprise doit privilégier l'innovation et l'adaptation constantes, en remettant en cause ses propres produits de base et en ne se contentant pas de les maintenir.



Traditionnellement, des coûts de changement élevés sont considérés comme une barrière à la disruption par des services de substitution ; mais aujourd'hui, comme presque tous les produits ou services dépendent de plus en plus de l'information, **les coûts de changement sont largement en baisse**. Au contraire, une entreprise moderne prospère devrait assumer des coûts de changement faibles ou nuls et les compenser en fournissant de plus en plus de valeurs à ses clients.

Construction de portefeuille pour un monde complexe

Les pages précédentes décrivent ce que nous considérons comme les caractéristiques gagnantes des entreprises qui s'adaptent au passage de l'analogique au numérique. Identifier ces entreprises n'est bien sûr qu'un aspect du problème, et notre objectif est de construire de manière réfléchie un portefeuille d'entreprises adaptable. Dans un monde complexe, il est dangereux de fonder les décisions d'investissement sur une prédiction trop spécifique des événements futurs. Au lieu de cela, nous concentrons nos décisions d'allocation de capitaux sur l'équilibre entre la résilience et l'optionnalité.

UTILISER UNE STRATÉGIE DE TYPE « BARBELL » (HALTÈRES) POUR EXERCER UNE PRESSION AU MILIEU



Un portefeuille qui équilibre la résilience et l'optionnalité est un haltère, majoritairement pondéré par des entreprises qui combinent à la fois résilience et optionnalité, et le reste par une sélection diversifiée de petits investissements qui maximisent l'optionnalité.

Une partie importante de cette stratégie consiste à éliminer les positions de taille « moyenne » qui, selon notre expérience, sont plus susceptibles d'être performantes sur le marché et de réduire le potentiel d'alpha à long terme.

Comme cette stratégie ne cherche pas à optimiser le rapport risque/rendement, elle nous permet de ne pas être victimes du biais cognitif qui s'avère si préjudiciable aux performances à long terme.

ATTÉNUER LES ERREURS DE COMPORTEMENT

Rallonger les queues de distribution du portefeuille : « L'effet de dotation » est l'idée préconçue et erronée que quelque chose que l'on possède a plus de valeur que quelque chose que l'on ne possède pas. Nous minimisons cette erreur en augmentant le nombre de positions aux extrêmes du portefeuille.

En rognant sur les valeurs optionnelles : Nous maintenons les positions d'optionnalité pure en dessous d'un seuil de pondération maximum et encaissons la surperformance lorsqu'elle augmente. En raison de leur potentiel de hausse considérable, les positions d'optionnalité dérivent souvent vers le haut d'un portefeuille. Si la vision de l'avenir du gérant n'est pas correcte, cela peut se transformer en une erreur fatale. La taille des positions est toujours adaptée à l'éventail des résultats possibles.

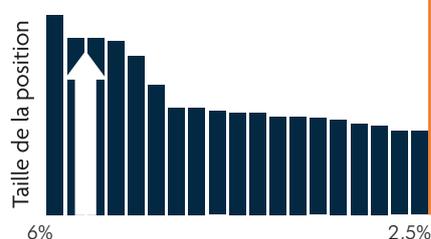
Évaluation minutieuse du risque de l'entreprise : En maintenant des échanges ouverts et honnêtes sur le risque de l'activité des titres résilients, il devient plus facile pour nous de remettre en question les actions qui pourraient être des pièges (value trap). Dans le même ordre d'idées, le comportement le plus dangereux pour un investisseur est peut-être de confondre « engagement » et « conviction », ce qui peut conduire à des erreurs de comportement telles que le biais de confirmation ou le fait de renforcer une position alors qu'il faudrait plutôt s'en éloigner.

GRAPHIQUE 4: CONSTRUCTION DE PORTEFEUILLE.

Création d'un portefeuille divisé entre résilience et optionnalité.

Volet résilience

- Des positions moins nombreuses mais plus importantes dans des entreprises ayant une grande capacité d'adaptation face aux perturbations
- Niveaux élevés de qualité, de croissance et de contexte
- Sociétés de croissance à SNN positives et duration longue



Éliminer les valeurs à mi-chemin :
ni résilientes ni optionnelles

Positions d'optionnalité

- Positions plus réduites dans des entreprises présentant un large éventail de résultats potentiels
- Les positions peuvent augmenter si l'éventail des résultats se réduit. Quelques-unes deviennent résilientes
- La valorisation est moins pertinente, la hausse est difficile à quantifier



NE VOUS CONTENTEZ PAS SIMPLEMENT DE FAIRE QUELQUE CHOSE... NE BOUGEZ PAS !

La pleine conscience est l'acte discipliné de prêter attention. Le fait d'être attentif semble simple, mais des millions d'années d'évolution ont fait en sorte que le cerveau humain travaille contre nous dans ce monde moderne au rythme effréné, et qui nous bombarde de stimuli.

Nous pensons que le cadre de recherche de la résilience et de l'optionnalité par le biais de la qualité, de la croissance et du contexte peut contribuer à nous immuniser contre les préjugés dangereux. Nous partageons notre temps – notre énergie mentale – de la même façon que nous allouons nos capitaux : en nous donnant l'espace nécessaire pour tirer des conclusions sans distractions.

Les systèmes complexes devraient nous apprendre à ne plus essayer de prédire des résultats étriqués, à nous attendre à des événements extrêmes et à nous concentrer uniquement sur ce qui est soit résilient, soit optionnel. Les points de départ sont importants ! Si nous acceptons l'investissement dans la complexité, nous accédons à une manière très différente d'allouer les capitaux. Nous pensons que ce cadre est bien adapté pour aider les clients à atteindre leurs objectifs d'investissement sur un large éventail de résultats futurs dans un monde de plus en plus marqué par les perturbations.

Si vous souhaitez en savoir plus sur l'investissement dans la complexité, nous vous invitons à télécharger le document à l'adresse suivante www.nzscapital.com/news/complexity. **L'équipe de NZS Capital serait ravie de pouvoir partager d'autres réflexions avec des investisseurs partageant les mêmes idées.**

Ce document est destiné aux professionnels de l'investissement et non aux investisseurs particuliers. Les fluctuations des marchés et des taux de change peuvent entraîner une variation à la baisse ou à la hausse de la valeur d'un investissement et vous n'êtes pas assuré de recouvrer l'intégralité du montant initialement investi. Les données ou opinions fournies ne doivent pas être interprétées comme des conseils d'investissement. Nous mettons tout en œuvre pour nous assurer de l'exactitude des informations fournies dans ce document, mais ne pouvons toutefois rien garantir.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les exemples d'entreprises ne sont donnés qu'à titre d'illustration uniquement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les rendements indiqués ne sont pas garantis et peuvent évoluer à l'avenir. Les récompenses et les notations ne doivent pas être considérées comme des recommandations.

Pour votre sécurité, les appels téléphoniques peuvent être enregistrés ou surveillés de manière aléatoire.

Publié par Jupiter Asset Management (JAM), dont le siège social se situe : The Zig Zag Building, 70 Victoria Street, Londres, SW1E 6SQ, qui est agréé et réglementée par la Financial Conduct Authority.

Aucune partie de cette présentation ne peut être reproduite de quelque manière que ce soit sans l'autorisation préalable de JAM.

