

La gestion robuste, éthique et durable du patrimoine d'une fondation

Le cas de la Fondation FPH



Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme

MBS Capital Advice

A. Gérer le patrimoine financier d'une fondation : défis et contradictions

1. Les tâtonnements

La fondation Charles Léopold Mayer pour le Progrès de l'Homme (FPH) est une fondation de droit suisse, placée sous la surveillance du canton de Vaud. Créée en 1982, elle vient de franchir le cap de ses trente ans.

Toute organisation, et une fondation n'échappe pas à cette règle, est à la fois une institution, avec ses règles formelles consignées dans ses statuts, et une aventure humaine modelée par ceux qui la font vivre au jour le jour. Mais si ces deux facettes, institutionnelle et humaine, coexistent dans toute organisation, leur place respective est spécifique à chacune d'elles. Grâce à des statuts définissant sa mission de façon large, "aider par des dons et des prêts le progrès", la FPH s'est voulue, dès l'origine, une aventure humaine construite dans la longue durée et l'équipe dirigeante est restée pratiquement inchangée au cours des trente années écoulées.

Continuité ne signifie pas immobilisme. La fondation s'est au contraire voulue une organisation apprenante, se transformant elle-même au fil de ses multiples expériences et au contact de ses partenaires. Pour tirer parti de l'expérience vécue, elle redéfinit tous les dix ans ses orientations pour la décennie suivante à l'issue d'une longue période sabbatique au cours de laquelle elle capitalise l'expérience acquise. A l'issue de la première période sabbatique, la FPH a renoncé au financement de projets ponctuels et, depuis cette époque, son action a été guidée par le principe de subsidiarité : la fondation ne s'implique que quand elle pense pouvoir apporter une réelle valeur ajoutée. De ce fait ses relations avec ses partenaires s'apparentent à la co-construction d'une aventure commune, ce qui implique aussi la continuité des relations partenariales. La plupart des financements alloués par la fondation sont structurels, stables sur plusieurs années, voire sur une décennie.

Ces choix stratégiques ont déterminé les principes de gestion du patrimoine de la FPH. Celle-ci doit permettre une grande stabilité des budgets alloués année après année à la mise en œuvre des buts de la fondation (environ 11 millions de francs suisses), indépendamment des fluctuations comptables de son patrimoine, et les budgets doivent être fixés de façon à ce que le patrimoine de la fondation ne diminue pas, permettant de disposer à long terme du même outil dont elle dispose aujourd'hui.

La gestion du patrimoine financier se décompose en deux périodes de quinze ans chacune. Dans la première période, de 1983 à 1998, le patrimoine a été réparti entre quatre banques gestionnaires. Chacune avait un mandat de gestion large couvrant l'ensemble des types de placements, actions et obligations. Le but en était l'émulation entre ces quatre gestionnaires. En 1997, constatant que le dialogue annuel avec les banques gestionnaires n'apportait à la fondation ni transparence sur les coûts de gestion ni vision raisonnée et à long terme de la stratégie de placement, la FPH a fait appel à MBS Capital Advice à Genève, pour l'aider à faire un audit de cette gestion. Le verdict a été sans appel. Portés par des marchés financiers fortement haussiers, les résultats positifs de ces 15 années cachaient une performance médiocre et la poursuite de cette gestion aurait probablement généré des problèmes de financement durant les 15 années tumultueuses qui allaient suivre. Constatant que MBS avait le même souci qu'elle d'inscrire la gestion patrimoniale dans le long terme, la fondation lui a

confié un mandat général de conseil. En est issue la seconde période de quinze ans, 1998 – 2013, fondée sur une confiance réciproque, renforcée au fil des années. Ce sont la philosophie, les modalités et les résultats de cette seconde période qui vont être développés ci-après.

2. Concilier régularité du rendement du patrimoine et principes éthiques

Il serait paradoxal qu'une fondation dédiée au « progrès de l'homme » tire ses ressources d'activités économiques et financières allant à l'encontre de ses buts. Sa gestion doit donc être à la fois **robuste**, c'est-à-dire garder sa valeur dans un contexte incertain, **durable**, pour assurer cet avenir à long terme, et **éthique** pour éviter une contradiction entre les moyens et les fins. Rien ne garantit que ces trois objectifs soient compatibles.

Qu'est-ce qu'un placement éthique ? La fondation s'est posé la question dès son origine. Suffit-il de dire que c'est un placement qui prétend l'être ? L'expérience de notre première période de gestion, 1983 – 1997 nous avait conduits à la prudence.

Tel fonds éthique, par exemple, privilégie comme critère la « bonne gouvernance de l'entreprise »... au motif que c'est une donnée facile à appréhender. Dans tel autre, on découvre que la durée de détention des titres est de moins d'une année et demie, ce qui, en soi, écarte toute démarche d'investissement à long terme. Beaucoup d'établissements financiers ont créé dans les dernières années des « fonds éthiques » pour capter une clientèle sensible à la cohérence de la gestion de son épargne avec ses convictions, mais avec une approche qui doit plus au marketing qu'aux convictions profondes de ses dirigeants.

Même les fonds éthiques dotés de moyens d'investigation sérieux doivent aujourd'hui s'en remettre aux rapports sociaux et environnementaux des entreprises dans lesquelles elles investissent pour juger de la qualité éthique de leurs placements. Or ces rapports sont confiés plus souvent au département des relations publiques qu'au département de l'éthique ou du développement durable.

Dans un système mondialisé, la véritable responsabilité sociale et environnementale ne peut s'apprécier qu'à l'échelle de l'ensemble de la filière. On sait bien qu'il est facile pour une entreprise dominante dans son secteur de reporter sur ses sous-traitants, ses filiales ou ses fournisseurs le soin de pressurer la main-d'œuvre ou d'en prendre à son aise avec les droits de l'homme et l'environnement. De temps à autre, un scandale met au grand jour de sombres réalités : dans l'électronique, les conditions de production des composants et de recyclage des produits usagés ; dans la confection, les « ateliers de la sueur » qui se dissimulent derrière de reluisantes images de marque ; dans les industries extractives, les pots de vin aux dirigeants ou les impacts sur les communautés. C'est pourquoi, l'analyse du caractère éthique d'une entreprise implique de s'intéresser à l'ensemble de sa « sphère d'influence », filiales autonomes, sous-traitants et fournisseurs compris. Or, les analyses d'ensemble des filières n'existaient pas jusqu'à présent et étaient hors de portée des agences de notation éthique. D'où le risque de s'en tenir aux données les plus accessibles même si, à la réflexion, elles ne reflètent que très partiellement la manière dont une entreprise assume l'impact social, territorial et environnemental de son activité.

C'est pourquoi, la fondation s'associe aux efforts, de plus en plus nombreux, qui visent à construire une évaluation collective des filières. Elle a par exemple contribué récemment à l'établissement d'un label de la pêche artisanale impliquant tous les acteurs de la filière. Par contre, elle n'a pas souhaité jusqu'à présent, à seule fin de prévenir les critiques, investir dans des fonds éthiques calibrés tels qu'ils existent.

B. Les principes d'une gestion robuste et durable

1. Se comporter en investisseur

Investir **dans une entreprise** signifie commettre son patrimoine pour le faire participer à une transformation créative de valeur dans le futur. La durée est inséparable de l'investissement : la création de valeur nécessite du temps et les gains associés à cette création de valeur sont d'autant plus grands que l'horizon de temps est long.

Depuis toujours, l'évolution des marchés financiers a été sujet à des fluctuations erratiques à court terme. Cependant, à long terme, elle est déterminée pour l'essentiel par la performance économique réelle. Un investisseur à long terme veut donc détenir des actifs robustes, capables de générer durablement des bénéfices. C'est la démarche de la fondation. Elle vise à engranger des gains proportionnés à ceux que génèrent les actifs dans lesquels elle investit.

A contrario, les actifs qui n'ont pas vocation de générer de la valeur à long terme ne sont pas des investissements. Ils ne font donc pas partie de notre univers de placement. La volatilité des marchés financiers mesure l'agitation des opérateurs. Elle intéresse le spéculateur, non l'investisseur. Il en va de même pour les obligations. A long terme, ce sont les coupons qui représentent le gain réel. Le marché des obligations connaît aujourd'hui lui aussi une grande volatilité, induite par la fluctuation des taux d'intérêt des nouvelles obligations mises sur le marché. Mais ces fluctuations s'estompent avec le temps. Le remboursement final du capital prêté s'effectuera à la valeur initialement prévue. Seul compte donc pour l'investisseur le risque de faillite de l'emprunteur.

Dans une démarche d'investisseur à long terme, robustesse du placement financier et préoccupation éthique se rejoignent. Aucune entreprise agissant sans considération pour son personnel, pour les communautés dans lesquelles elle est implantée ou pour l'environnement, aucune entreprise par exemple qui ne prendrait en compte dès maintenant les contradictions du modèle économique actuel ne saurait se développer à long terme.

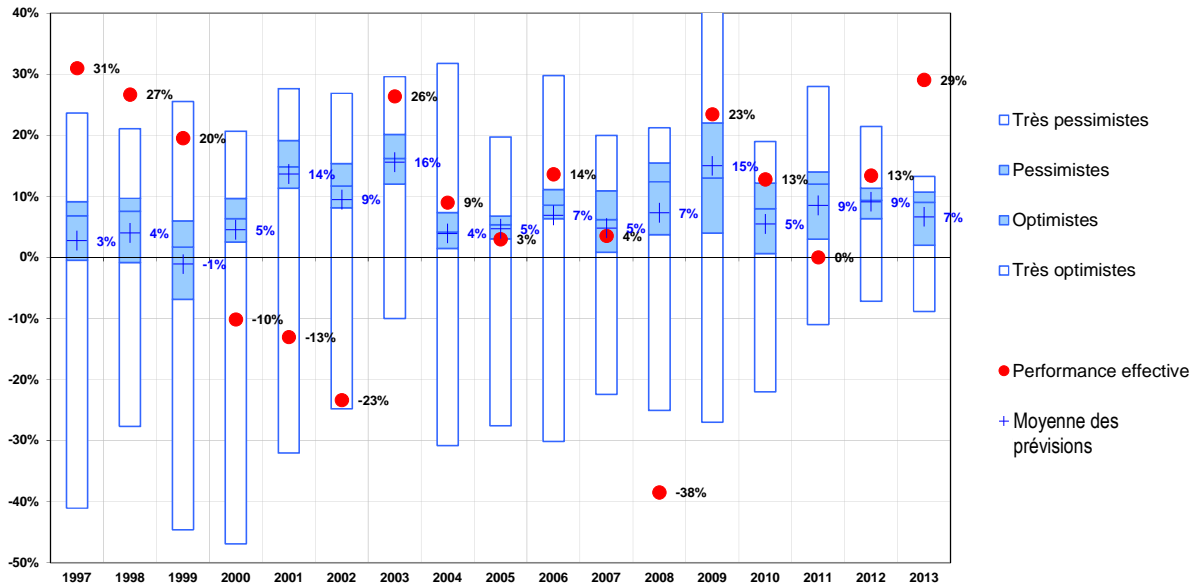
La fondation rejette également l'approche classique de la gestion de portefeuille, qui s'intéresse à la répartition des placements entre différents secteurs d'activité. Son approche est centrée sur la valeur de l'entreprise où elle investit. L'expérience prouve qu'au sein de chaque secteur d'activité, même traditionnel ou en déclin, les entreprises innovantes et bien gérées peuvent être rentables et se développer. Privilégier l'entreprise sur le secteur d'activité suppose de détenir un portefeuille relativement limité d'entreprises et de s'appuyer sur des gestionnaires capables de faire l'analyse fine de la qualité de chacune.

Il est inutile de chercher à prévoir des évolutions largement imprévisibles comme le montre le graphique ci-dessous. Qu'elles procèdent du jugement ou de modèles, les prévisions sur

l'évolution des marchés à court terme sont une distraction coûteuse, inutile et même dangereuse au regard des objectifs à long terme.

Les prévisions sont souvent très loin de la réalité

Prévisions des experts selon les sondages annuels



Graphique1; Sources: *Businessweek, Bloomberg, MBS Capital Advice SA*

L'illusion de pouvoir anticiper des mouvements largement irrationnels, où les opinions viennent à tout moment renforcer ou contredire des évolutions fondées sur quelques données objectives, conduit en pratique à des jeux où perdants et gagnants s'équilibrent. Chacun en espérant être plus avisé que l'autre finit au bout du compte par perdre. Il ne subsiste que le coût produit par l'agitation, qui ne bénéficie qu'aux intermédiaires financiers.

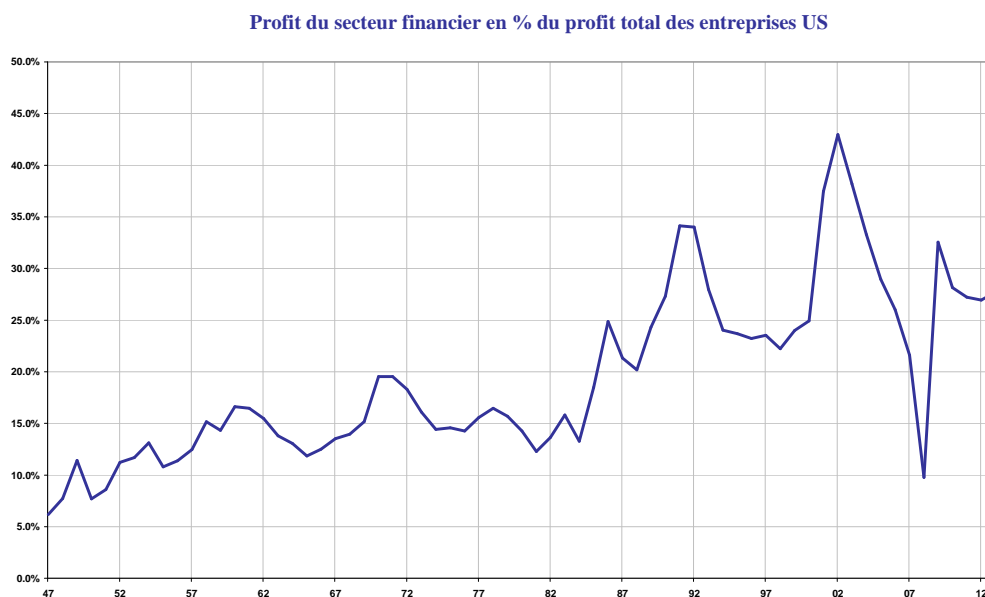
En conservant une allocation stable à long terme, la fondation engrange, tôt ou tard, les gains économiques générés par les actifs dans lesquels elle a investi. De plus, pour assurer son budget annuel, elle s'abstient de prélever des fonds dans des classes d'actifs qui ont temporairement mal performé. Pour y parvenir, elle rééquilibre régulièrement son patrimoine pour qu'il soit en permanence composé pour moitié d'actions et pour moitié d'obligations.

2. Prévenir les conflits d'intérêt

La fondation ne gère pas directement son patrimoine, elle délègue cette gestion à des professionnels. Ce qui l'a conduite à s'intéresser de près au monde des gestionnaires de la fortune, à son évolution et à sa logique.

L'activité de gestion de fortune, exercée de façon artisanale jusqu'au début des années 80, s'industrialise et épouse des critères et des métriques industriels: rentabilité des fonds propres, objectif de croissance des bénéficiaires à court terme. Dans cette quête, l'augmentation de la masse des actifs sous gestion devient une priorité. La fonction marketing, jusque-là absente, devient dominante dans les entreprises de gestion. Elle étend sa compétence jusqu'à la détermination de l'offre de "produits" et services. Des stratagèmes de vente toujours plus sophistiqués exploitent l'asymétrie de connaissance entre clients et prestataires. Et, malheureusement pour les clients, ça marche !

La publicité autour du succès retentissant d'un tout petit nombre d'opérateurs profite à tous, à l'instar des gagnants du loto qui maintiennent la flamme de l'espoir pour tous les autres joueurs. Cela explique pourquoi, en dépit de l'augmentation de la concurrence, les marges bénéficiaires se stabilisent à des niveaux élevés. Ainsi, les profits du secteur financier – dont la gestion de fortune – représentent une part croissante de l'ensemble des profits des entreprises. Aux Etats-Unis, cette proportion a même brièvement excédé 40% (graphique ci-dessous).



Graphique 2; Source: Bureau of Economic Analysis, US department of Commerce

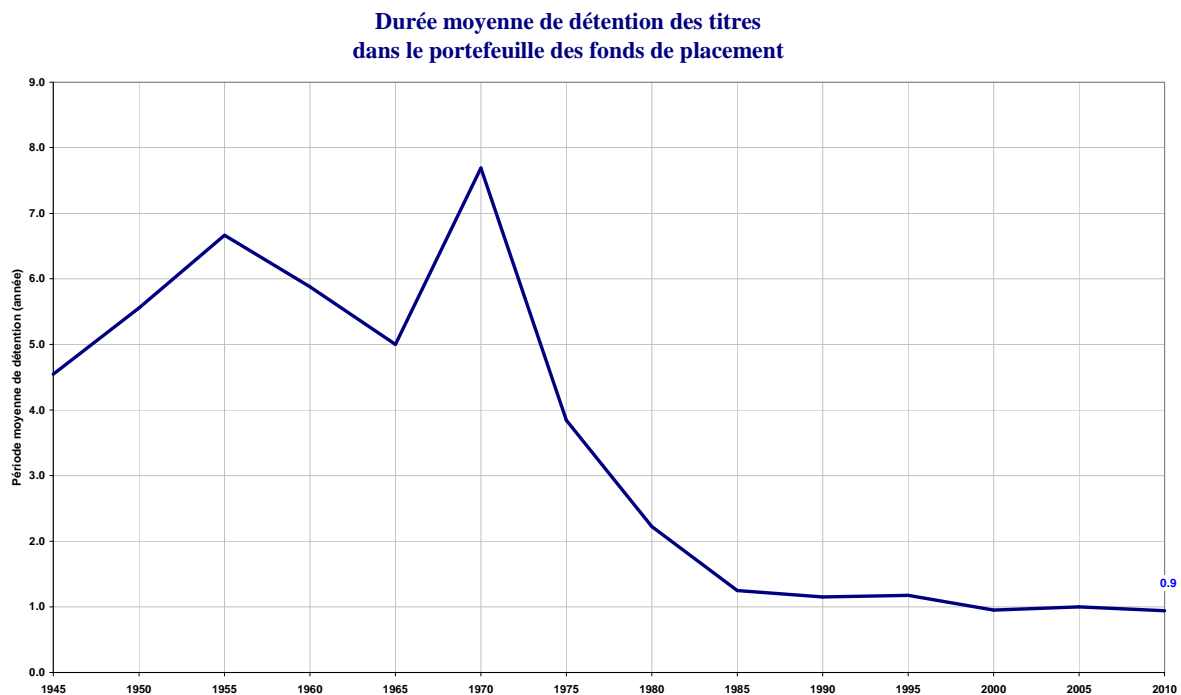
La valeur patrimoniale des entreprises de gestion de fortune, assez modeste au début des années 80, devient considérable. Bien évidemment, cela interagit directement avec la gestion des avoirs des clients, dont l'intérêt passe au second plan¹. Cette mutation de la gestion de

¹ En mai 2008, lors du dîner annuel des membres de l'Investment Management Association, Robert Jenkins, son Président, et patron d'un grand et ancien établissement de gestion de fonds déclarait: "L'objectif de notre industrie n'est pas d'enrichir le client. Vous savez que c'est vrai, je sais que c'est vrai, les autorités de régulation savent que c'est vrai. La question est: est-ce que nos clients le savent?"

fortune d'une activité exercée par des professionnels vers une activité dirigée par des managers a été rendue possible par les progrès technologiques dans le domaine de la communication et du calcul. Ainsi, des opérations ou arbitrages qui n'étaient pas envisageables autrefois à cause des coûts élevés de transaction sont devenus réalisables à mesure que le coût de transaction baissait.

Il en est résulté un changement profond de la composition des opérateurs sur le marché. Le nombre de spéculateurs – c'est-à-dire des opérateurs qui espèrent faire un gain en anticipant le comportement d'autres opérateurs – dépasse très largement celui des investisseurs – c'est-à-dire ceux qui espèrent faire un gain en rapport avec le gain économique produit par l'actif dans lequel ils ont investi².

Ce basculement d'un marché d'investisseur à un marché de spéculateur est parfaitement illustré par l'évolution de la durée moyenne de détention des titres dans les fonds de placement : de 6 ans en moyenne dans les années d'après-guerre elle est actuellement inférieure à un an. (graphique ci-dessous). La transition s'est faite en quinze ans entre 1970 et 1985.



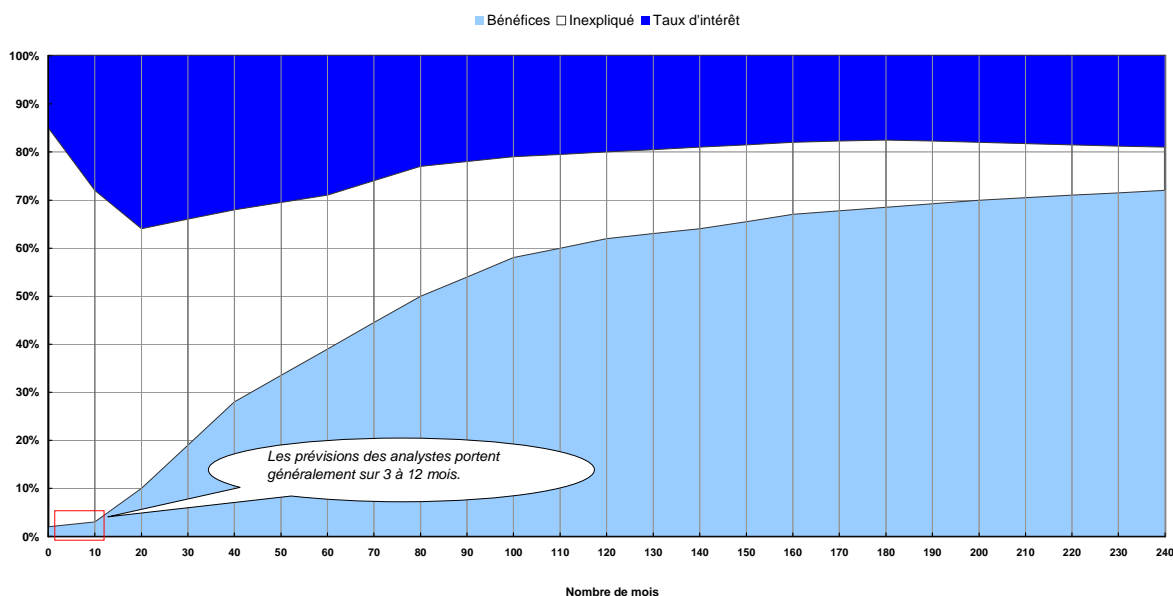
Graphique 3; Source: John C. Bogle, "Common Sense on Mutual Funds"

² Paradoxalement, cette évolution vers un marché dominé par les spéculateurs s'est produite en même temps que les investisseurs institutionnels (notamment des fonds de pension) ont remplacé les individus comme principaux détenteurs de titres. On aurait pu pourtant attendre de ces fonds un comportement d'investisseur à long terme.

Pourquoi cette diminution de la durée de détention est-elle la preuve du basculement de l'investissement à la spéculation ? Parce que sur un horizon de 12 mois, l'évolution d'une entreprise exerce un impact négligeable sur son cours de bourse.

Facteurs d'explication de la performance des actions

La prévision boursière à court et moyen terme est un exercice futile.



Graphique 4; Gordon Pepper, "Money, credit and asset prices"

Cet environnement a aussi un impact néfaste sur la vie des entreprises, plaçant leurs dirigeants devant la nécessité de délivrer des résultats économiques à court terme, quitte à sacrifier les investissements nécessaires au développement à long terme³.

Ce climat a été pénalisant pour les investisseurs dont les résultats en ont largement pâti.

Entre 1980 et 2005, la performance de l'ensemble des fonds en actions US a été de 10% par an contre 12.3% pour l'indice de référence. Cette différence représente essentiellement les frais des fonds⁴.

La performance des investisseurs ayant placé leurs capitaux dans ces mêmes fonds n'est pas de 10% mais seulement de 7.3%. La différence s'explique par la bougeotte des investisseurs⁵ qui ont tendance à investir le plus massivement dans les segments les plus à la mode (par exemple en technologie en mars 2000) pour désinvestir après une lourde perte et redéployer leurs capitaux dans un autre secteur qui vient de bien performer.

³ Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que la durée de vie moyenne d'un directeur général soit inférieure à six ans, alors que sa principale responsabilité, l'allocation des investissements de l'entreprise, ne peut s'exercer et s'évaluer que sur une durée bien plus longue.

⁴ En effet, les fonds US en actions comprennent tous les fonds en actions existants ou ayant existé sur la période. En admettant que l'indice S&P 500 est une bonne mesure de l'évolution du marché, la différence ne peut s'expliquer que par les frais.

⁵ Ou de leurs mandataires.

Sousperformance des investisseurs

Les investisseurs sousperforment les fonds dans lesquels ils investissent:

	Performance 1980-2005 (% p.a.)	Différence	Gain sur un investissement de \$ 1M	Manque à gagner
Standard & Poor's 500 index	12.3		17'175'816	
Fonds en actions US	10.0	-2.3	9'834'706	-7'341'110
Investisseurs en actions US	7.3	-5.0	4'820'939	-12'354'877

Graphique 5; John C. Bogle, Vanguard

3. Adopter quelques règles simples et s'y tenir

Ne pas tenir compte de l'environnement dans lequel évolue la grande majorité des gestionnaires, c'est prendre le risque d'en subir les conséquences.

Il est donc impératif que les prestataires sélectionnés soient loyaux, et que l'intérêt de la fondation ne soit pas en conflit avec ceux de ses prestataires. Il faut aussi que ceux-ci partagent les mêmes valeurs que leurs clients. Il faut que, dans leurs rapports avec la FPH, ses gestionnaires soient libres des considérations évoquées plus haut et aient exclusivement le souci de bien exécuter leur mandat. Nous nous sommes pour cela donné deux règles :

- les stratégies reposant sur des montages financiers complexes ont été bannies. Nous n'avons jamais recherché d'effet de levier, pas investi dans des produits synthétiques, pas pris de risque de contrepartie. Tout actif n'ayant pas vocation à créer de la valeur et n'étant donc pas un investissement à proprement parler a été exclu du portefeuille ;
- une attention particulière a été portée aux coûts. La rémunération à la performance (type hedge fund), faussement présentée comme une mesure d'alignement des intérêts avec le client, a été bannie. Lorsqu'il y a peu de chances qu'un gestionnaire ait une connaissance suffisamment fine des entreprises pour justifier les frais de gestion, le choix s'est porté sur la gestion indicielle, c'est-à-dire la moins chère possible.

Dans un univers caractérisé au cours des quinze dernières années par de grandes incertitudes et des fluctuations de grande ampleur, cette gestion durable a permis chaque année de dégager du patrimoine un budget constant pour financer les buts de la fondation.

C. La mise en œuvre des principes dans un environnement turbulent

1. La répartition du portefeuille et le rôle de chaque gestionnaire

Au cours des 15 ans 1998-2013, les fluctuations relatives des monnaies ont été très importantes. Comment les assumer ? Certainement pas en essayant de les anticiper. Encore moins en espérant tirer parti de ces fluctuations pour améliorer le rendement du patrimoine. C'est illusoire et, comme toutes les fluctuations à court terme, elles bénéficient au bout du compte au gérant plus qu'à son client.

Pour parvenir à une gestion durable, il suffit de faire correspondre la monnaie dans laquelle les actifs sont détenus avec celle des dépenses de la fondation. Concrètement, à la FPH, les dépenses sont à deux tiers en euros et un tiers en dollars américains. Les actifs respectent cette répartition.

La diversification du portefeuille vise à la fois à relativiser les risques et à assurer, quelles que soient les circonstances, le budget annuel dédié à la mise en œuvre des buts de la fondation. Cette stabilité du budget peut être assurée quelles que soient les turbulences des marchés financiers dès lors qu'une quantité suffisante d'obligations arrive à échéance dans l'année. C'est pourquoi au cours des quinze dernières années le portefeuille de la fondation a été constitué pour moitié d'actions et pour moitié d'obligations avec une redistribution tous les ans entre ces deux grandes catégories d'actifs pour maintenir cet équilibre.

Les moteurs de la performance des actions sont les dividendes et la croissance des bénéficiaires. Celui des obligations est le coupon.

En actions, la répartition initiale des investissements était de 2/3 en Europe, 1/6 aux USA et 1/6^{ème} dans la zone Pacifique. Cette répartition est restée constante au cours des 15 dernières années. Toutefois, comme on le verra plus loin, la mise en œuvre concrète de ces règles par les gestionnaires a été modifiée à quatre reprises.

En obligations, les obligations gouvernementales en Euro représentaient 2/3 de l'investissement, les obligations gouvernementales des Etats-Unis et les obligations gouvernementales des pays émergents en USD chacune 1/6^{ème}. Cette répartition n'a pas changé pendant 10 ans, jusqu'à la crise financière de 2008 où la FPH a saisi l'opportunité qui se présentait d'investir dans des obligations d'entreprises.

La crise de la zone Euro a notablement modifié la rémunération des obligations selon les pays membres. La fondation s'est défait des obligations des pays les plus sûrs, dont la rémunération était devenue très basse, pour acquérir des obligations d'Etat de la zone Euro momentanément dépréciées.

A l'exception des actions européennes, dont la gestion fut initialement confiée à deux gestionnaires, chacune des cinq autres classes d'actifs fut confiée à un gestionnaire spécialisé, dans le cadre d'un portefeuille déposé auprès de la banque Lombard Odier à Genève. Le choix d'une banque dépositaire unique pour les 7 portefeuilles simplifie grandement la gestion administrative et le suivi.

Chaque gestionnaire a pour mission de gérer le portefeuille de manière à ce qu'à long terme les performances obtenues s'expliquent par leur moteur de performance.

La sélection et le suivi permanent des gestionnaires sont essentiels. Il ne suffit pas qu'un gestionnaire soit bon selon nos critères à un moment donné ; il faut encore qu'il le reste ! Or l'esprit d'un gérant de patrimoine peut, comme pour tout organisme vivant, changer avec le temps. C'est ce qui a amené à faire trois modifications dans la mise en œuvre de la stratégie appliquée au cours des 15 dernières années.

Pour détenir ses actifs, la fondation a opté pour la solution la plus appropriée considérant notamment le coût, la transparence et l'accessibilité : la plupart des titres sont détenus directement.

Le suivi et l'analyse détaillée de l'évolution de la fortune sont assurés mensuellement par MBS Capital Advice. La FPH prend connaissance semestriellement des résultats et des analyses de l'évolution de son patrimoine tant au niveau quantitatif que sur le plan de l'évolution de ses prestataires.

La performance des gestionnaires, toujours évaluée **frais de gestion déduits**, est comparée aux indices pertinents de chaque classe d'actifs hors frais⁶. C'est un critère exigeant mais naturel : les frais de gestion d'un gérant doivent se justifier par son aptitude à choisir judicieusement, au sein de chaque classe d'actifs, les entreprises les plus prometteuses à long terme. Cette performance est toujours évaluée à long terme. Une sous-performance apparente pendant une période de quelques années ne saurait justifier un changement de gestionnaire. Par ailleurs, la FPH dispose d'une information détaillée sur les frais de gestion du patrimoine, aussi bien ceux qui sont facturés que ceux qui sont prélevés à l'intérieur des quelques fonds de placement dans lesquels la fondation est investie.

Une Charte adoptée en janvier 1998, et toujours en vigueur, précisait les points qui viennent d'être évoqués.

Le plein accord de la fondation à la stratégie proposée par MBS et à sa mise en œuvre, la confirmation de leur bien-fondé à travers un suivi professionnel, et l'absence « d'aléa moral » (aucune, « prime » accordée à un comportement irresponsable, bien au contraire) ont conditionné l'efficacité de la gestion.

2. Le flegme dans la tempête

Le refus de toute attitude spéculative a permis d'éviter les différentes bulles, qu'il s'agisse de la bulle des valeurs technologiques en 1999-2000 ou plus récemment de la bulle des matières premières ou celle du crédit en 2007-2008.

Cette fermeté dans les principes politiques et éthiques a pu se traduire à certaines époques par une sous-performance très forte de nos gestionnaires par rapport aux indices de référence. A aucun moment la FPH n'a songé à leur retirer pour cela sa confiance. Au contraire, cette

⁶ Ces indices ne tiennent pas compte des inévitables frais.

dernière s'est trouvée consolidée par leur capacité à être fermes dans leurs propres analyses au risque de perdre des clients.

Au cours des 15 années sous revue, les marchés d'actions des pays développés ont connu deux des trois krachs les plus importants depuis la 2^{ème} guerre mondiale et les marchés d'actions des pays émergents trois krachs, les plus violents depuis leur apparition comme classe d'actifs.

En dépit de ce contexte très défavorable, affectant temporairement près de 60% de sa fortune, la fondation a fait face à ses besoins budgétaires tout en maintenant la même répartition stratégique de ses actifs.

Dès sa mise en place, la stratégie a d'abord essuyé la crise de la dette dans les pays émergents. Les obligations de ces pays ont perdu 27% de leur valeur à la fin du premier mois de mise en place des nouveaux mandats (août 1998). Mais, nous étions confiants dans la capacité des coupons élevés à combler les pertes de marché et la stratégie fut maintenue. Onze mois plus tard la perte était comblée et 10 ans plus tard, ce même portefeuille était en hausse de plus de 100% dont l'essentiel provenait, comme il se doit, des revenus générés par les investissements détenus depuis le début.

En 1999, le principal portefeuille en actions européennes (25% du total du patrimoine) sous-performait son indice de référence de plus de 28%, car le gérant se refusait à investir dans les valeurs de la bulle technologique. Lorsqu'elle se dégonfla l'année suivante, ce même portefeuille avait plus que rattrapé sa sous-performance et affichait une avance de 12% sur son indice de référence depuis son lancement.

Entre juin 2001 et mars 2003 et une seconde fois entre octobre 2007 et mars 2009 le patrimoine de la fondation a baissé chaque fois de près de 20%. Cette baisse ne correspondait pas à une dégradation de la qualité des actifs ou de leur potentiel futur de création de valeur. Durant ces périodes les actifs ont, au contraire, continué à générer de la valeur. Les titres de bonnes entreprises peuvent se trouver notoirement sous évalués pendant des années. Les vendre à contretemps ferait perdre de la substance au patrimoine de la fondation. Nous avons donc accueilli ces mauvaises performances avec flegme, sachant que le budget de la FPH pourrait être maintenu grâce aux obligations arrivées à échéance.

3. Continuité et adaptation

En 2001, sur la base de l'analyse des trois années précédentes, la stratégie de deux des portefeuilles fut modifiée :

- la hausse du portefeuille d'actions asiatiques, géré pourtant de façon indicielle, n'était que de 70 % de la hausse de l'indice (33.8% contre 47.5%). Cette sous-performance n'était pas due à l'incapacité du gestionnaire à répliquer l'indice mais aux transactions et coûts élevés que générait cette stratégie à l'époque. Il a donc été décidé d'abandonner la gestion indicielle pour ce portefeuille. Sa gestion a été confiée à Comgest, dont l'approche avait pu être testée sur l'Europe et correspondait à la philosophie de la fondation ;

- cette même année, constatant que le gestionnaire du portefeuille en obligations gouvernementales en Euro appliquait une approche basée sur des prévisions à court terme dont l'intérêt pour la FPH n'était pas perceptible, il a été décidé de changer le gestionnaire et d'adopter une gestion indicielle à très faible coût.

Deuxième modification en 2005. Le gestionnaire des actions américaines a été écarté. Ses résultats étaient honorables mais nous avons constaté une contradiction croissante entre son discours et sa pratique. La gouvernance de la société correspondait de moins en moins à ce que nous attendions de nos gérants. Il fut remplacé par Berkshire Hathaway qui sera évoqué plus loin.

Troisième modification en 2008. Trois décisions furent prises :

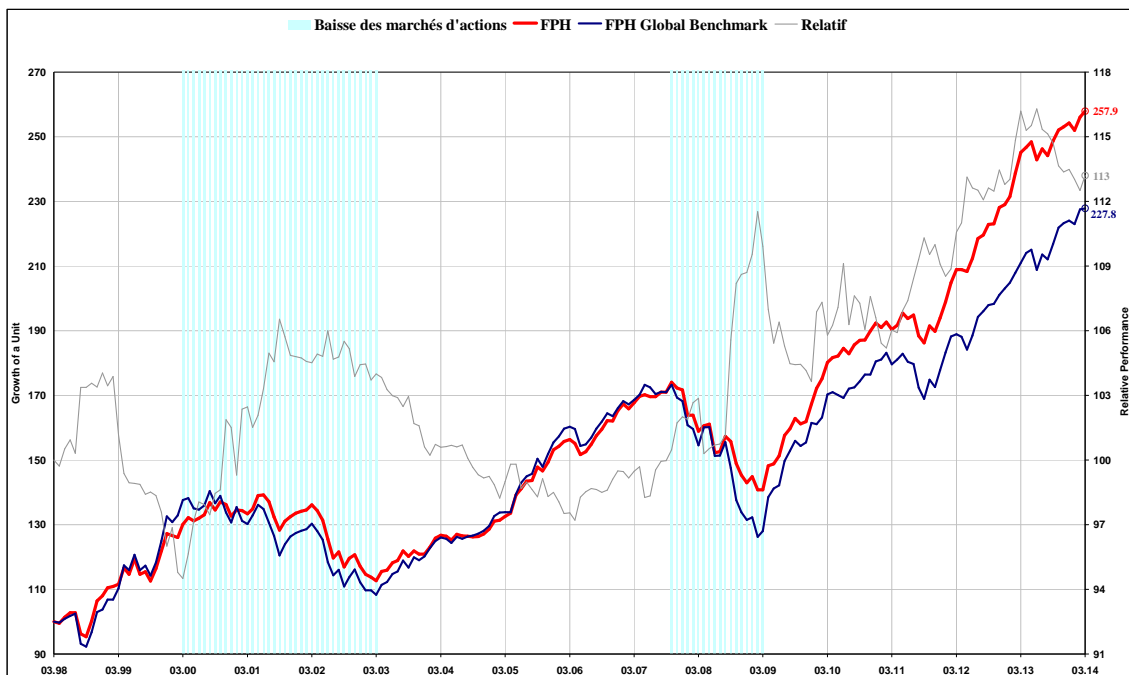
- après 10 ans d'expérience, il a été mis fin au mandat du second gestionnaire en actions européennes. C'est un cas intéressant. Nous expérimentions avec lui une gestion visant à choisir chaque placement en fonction de critères éthiques. Nous avons pu constater qu'au bout du compte la nature du portefeuille ne différait pas de celui de Comgest, dont le critère essentiel était la création de valeur à long terme dans l'économie réelle, mais avec une moindre capacité d'analyse. L'ensemble du portefeuille d'actions européennes a donc été confié à Comgest. Cette décision n'a pas été motivée par la sous-performance (après coûts) de 1% par an mais par son incapacité à construire un portefeuille d'une qualité comparable à celle de Comgest⁷ ;
- constatant que l'évolution des actions japonaises du portefeuille investi en Asie par Comgest n'était pas satisfaisante, la gestion de cette partie du portefeuille fut confiée à un gestionnaire indiciel ;
- enfin, la crise financière a fourni une opportunité d'investissement dans les obligations d'entreprises. Celles-ci, du fait de la perte générale de confiance, n'arrivaient en effet plus à se financer sur le marché. A l'instar de la dette des pays émergents 10 ans auparavant, la perte sur ce portefeuille a atteint 23% au cours des 5 premiers mois d'existence. Elle fut effacée six mois plus tard. Après plus de cinq ans, la performance de ce portefeuille dépasse celle des obligations gouvernementales en USD ou en EUR de 5% par an.

Au total, une fois les frais déduits, le patrimoine de la fondation a évolué de façon nettement plus favorable que son indice de référence comme le montre le graphique ci-dessous. *Le patrimoine s'est apprécié de 6.1% par an (+154.3% au total, si nous n'avions pas procédé à des prélèvements annuels pour le financement des buts de la fondation) contre 5.3% par an pour le benchmark (+124.1%). Compte tenu d'un taux d'inflation de 2.0% par an, le résultat net en termes réels est de +4.1% p.a.*

Toutes les catégories d'actifs ont contribué à ce résultat. De surcroît, la discipline de rééquilibrage a également contribué au résultat puisque la performance globale (6.1% p.a.) est supérieure à celles des actifs qui la composent (actions + 6.0% et obligations +5.6% p.a.). Comment une moyenne peut-elle être supérieure à chacun des deux termes ? Grâce au rééquilibrage : en vendant régulièrement des valeurs dans les classes d'actifs qui ont le mieux

⁷ Comgest devint ainsi le seul gestionnaire en actions de cette zone.

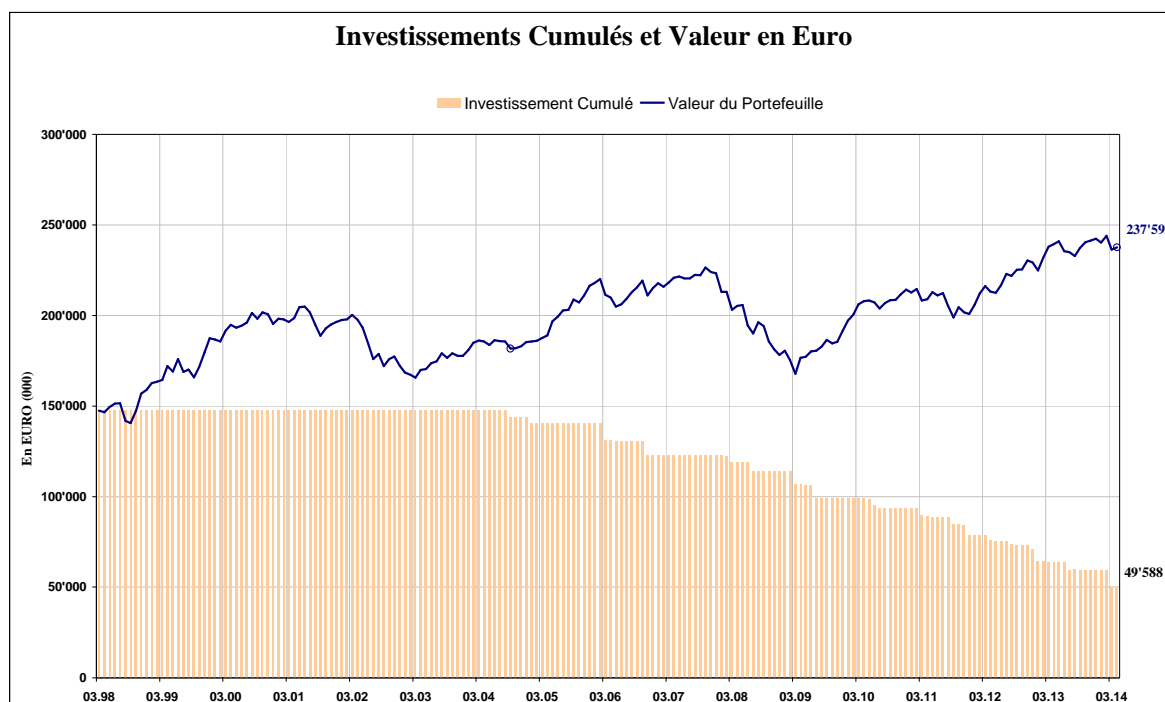
performé et en achetant dans celles qui ont le moins bien performé, nous avons acheté des fleurs en boutons et vendu des fleurs déjà épanouies...⁸.



Graphique 6

Le graphique 7 montre qu'à partir de 2004 les retraits cumulés pour le financement des buts de la fondation ont représenté près de 100 millions d'euros (marchés d'escalier des hachures roses). Malgré ces retraits le patrimoine est passé de l'équivalent de 150 millions d'euros en 1998 (pouvoir d'achat équivalent à 202 millions en 2014) à 180 millions d'euros en 2004 (pouvoir d'achat de 220 millions en euros 2014) et à 240 millions en 2014.

⁸ Les retraits ont démarré en 2004. Corrigée de l'inflation, la fortune actuelle de € 237 millions est supérieure à celle de 2004 ou de 1998 s'élevant respectivement à € 220 millions et € 202 millions.



Graphique 7

D. Le profil et la gouvernance des gestionnaires d’actions de la FPH

1. Comgest : la gestion des actions européennes

La société Comgest gère aujourd'hui l'ensemble du portefeuille d'actions européennes. Nous avons vérifié au fil des années que c'était un gestionnaire capable de traduire la philosophie et l'approche de la fondation dans un portefeuille.

Comgest se distingue en effet, parmi les sociétés de gestion, par sa philosophie d'investissement orientée résolument vers le long terme. Baptisée "qualité et croissance", cette approche est fondée sur une sélection exigeante d'un nombre restreint d'entreprises qui se développent de manière dynamique, harmonieuse et durable à long terme.

Le principal moteur de ce développement régulier est tout d'abord de s'inscrire dans des tendances structurelles porteuses, par opposition aux cycles économiques : tendances démographiques⁹, évolution technologique, etc. Mais cette exposition bénéfique n'est pleinement valorisée que par le réinvestissement constant par ces entreprises de leurs profits dans les nouveaux produits, l'innovation, les actifs productifs et les nouveaux marchés. La capacité qu'ont ces entreprises à transformer cette croissance en bénéfices leur est conférée par le caractère unique ou très différencié des produits et savoir-faire ainsi enrichis et par un avantage compétitif pérenne, qui débouche sur une croissance forte et régulière de leurs bénéfices et de leurs dividendes.

⁹ vieillissement de la population, augmentation des standards de vie dans certains pays en développement....

Pour Comgest, l'identification et le suivi de l'investissement dans ces sociétés exceptionnelles reposent avant tout sur une recherche de terrain : la compréhension de leur métier, de leurs produits et de leurs stratégies en prise directe avec la réalité impliquent des rencontres régulières avec les dirigeants, des visites d'usines, des participations aux assemblées générales et aux réunions d'analystes, des contacts avec les concurrents et les clients, etc.

Depuis un quart de siècle, Comgest investit de manière continue dans ses moyens humains afin de renforcer ses capacités de recherche, d'analyse et d'interactions avec les entreprises dans tous les marchés. Aujourd'hui, 38 analystes et gestionnaires couvrent l'ensemble des grandes zones géographiques mondiales avec la même approche qualité et croissance.

Plus récemment, Comgest a décidé de renforcer et de mieux formaliser l'intégration des éléments extra-financiers dans son approche. Deux analystes travaillent plus particulièrement sur la prise en compte par les entreprises des impacts environnementaux et sociaux de leur activité et sur la qualité de leur gouvernance. Ils incitent ainsi l'ensemble des analystes à mieux questionner sur ces sujets les entreprises qu'ils suivent.

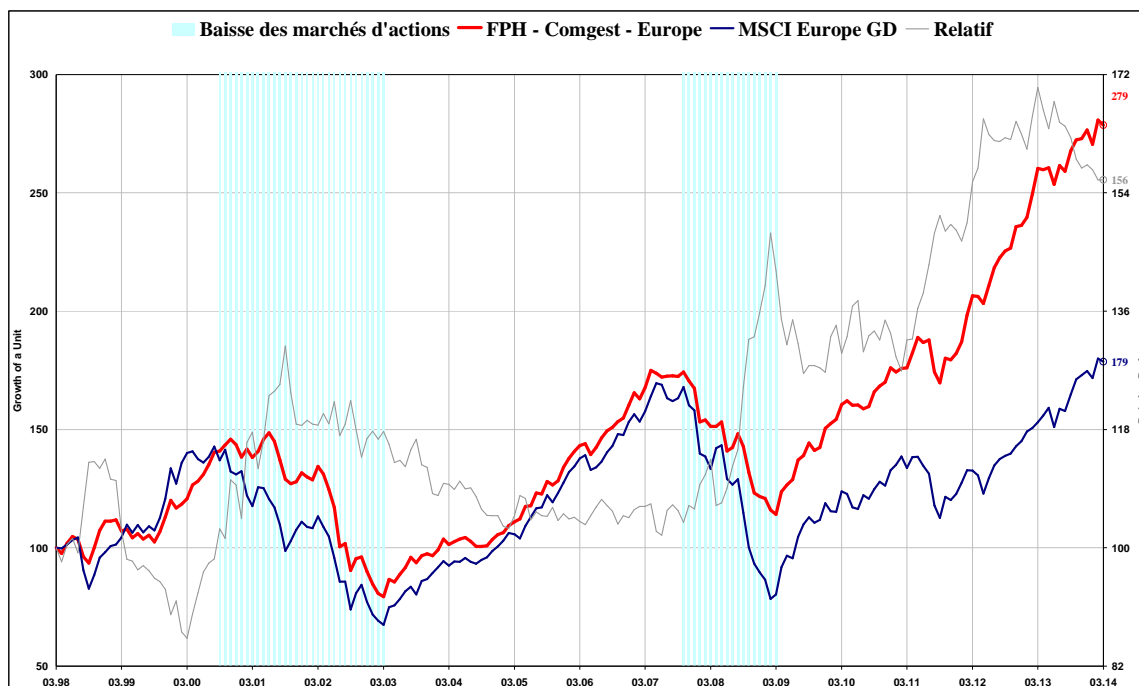
Gouvernance de Comgest

Dans un environnement où domine le court-termisme, la capacité que Comgest a développée pour investir à long terme est fondée sur la pérennité de son indépendance, coûte que coûte. Les détenteurs du capital de Comgest ont ainsi renoncé à engranger la valeur de leur société par une introduction en bourse ou par la vente de la société à un grand groupe financier.

L'engagement à long terme dans le capital des entreprises sélectionnées pour le compte de nos clients a pour pendant l'engagement des employés dans la société Comgest à travers l'actionnariat salarié. La majeure partie des employés détiennent des actions du groupe qu'ils ont achetées avec leurs propres moyens. Le groupe Comgest est détenu exclusivement par ses employés, à l'exception des deux fondateurs qui ont un droit statutaire de détention de 5% du capital de leur vivant. C'est pour cela que Comgest est un rare cas de continuité dans la gestion des portefeuilles d'actions depuis maintenant un quart de siècle :

- continuité des hommes et des équipes : le turnover est extrêmement faible. Ce sont les mêmes hommes et femmes qui sont responsables depuis l'origine; la première génération ayant pris sa retraite dans les années 2000, ce sont la deuxième et la troisième qui sont aux commandes ;
- continuité dans l'approche : la philosophie d'investissement est restée identique depuis plus de vingt ans, le processus s'étant enrichi année après année en fonction de l'analyse des réussites et des échecs passés, grâce à un diagnostic permanent et documenté des décisions d'investissement ;
- continuité dans les véhicules d'investissement : ce sont les mêmes fonds publics, lancés souvent depuis vingt ans, et plus qui sont la vitrine de la philosophie d'investissement "qualité et croissance".
- fidélité des clients : en accord avec cet engagement de long terme, Comgest a eu la chance de pouvoir compter sur la fidélité de ses grands clients, souvent institutionnels sophistiqués – fonds de pension, fondations – qui partagent le même horizon d'investissement.

La performance du portefeuille géré pour la FPH entre mars 1998 et décembre 2013 a été de à 179% contre 74.8% pour son benchmark¹⁰ soit 6.6% par an (contre 3.7% pour le benchmark).



Graphique 8

Sur 15 ans, le portefeuille d'entreprises choisies par Comgest a effectivement eu, de manière récurrente, une performance économique supérieure et plus stable que celles du marché. Sinon, comment expliquer la conjonction de trois observations à posteriori : une volatilité constamment inférieure à celle de l'indice (graphique ci-dessous), un rapport Cours/Bénéfice toujours plus élevé que celui du marché et la surperformance du portefeuille par rapport au marché.

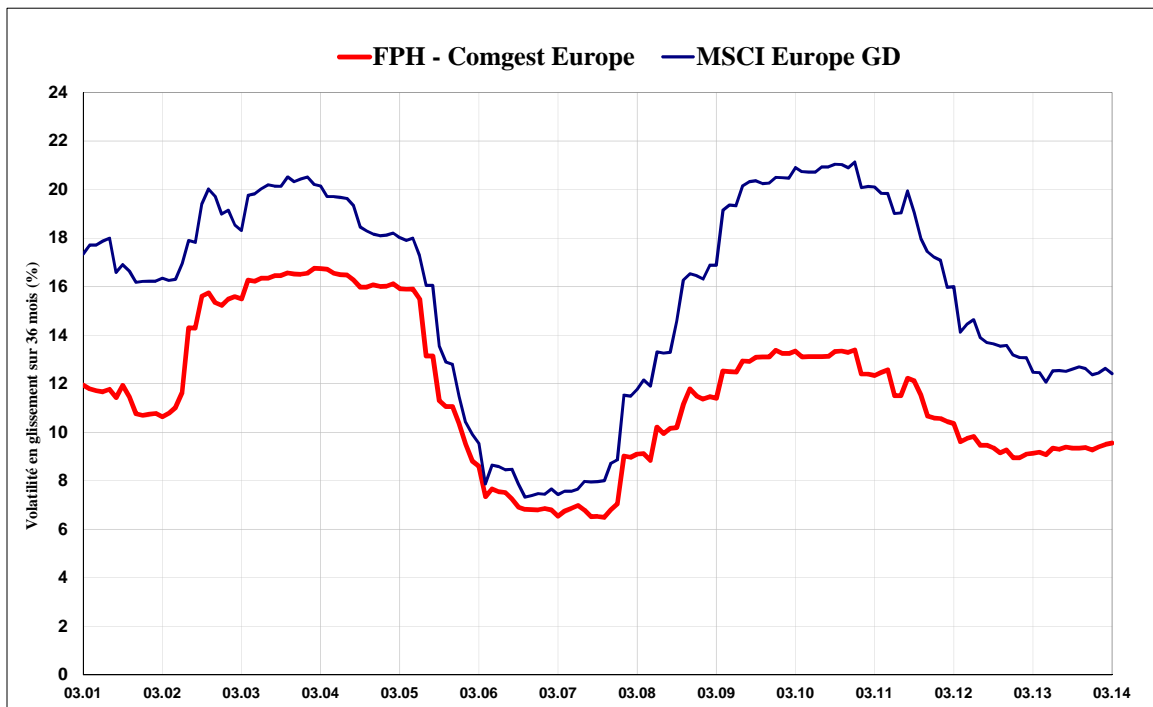
L'approche d'investissement qualité et croissance est très sélective puisqu'en quinze ans Comgest a investi dans seulement 93 sociétés. Par comparaison, le marché des actions européennes comporte environ 2000 sociétés d'une taille suffisante pour intéresser Comgest.

Les portefeuilles de valeurs européennes gérés par une société de gestion classique comportent souvent plus de 100 lignes en permanence alors que le portefeuille de la FPH en a comporté entre 20 et 33. Ce dernier, démarré en 1998 avec 24 titres, n'a donc investi que dans 4 à 5 nouvelles sociétés par an.

La durée de détention moyenne a été d'environ 5 ans. Ce chiffre cache le fait que bon nombre d'entreprises sont restées plus de cinq ans dans le portefeuille. En réalité, à fin 2012 comme à la fin de chaque année, 50% des titres des portefeuilles Comgest étaient déjà présents il y a plus de cinq ans et 80% depuis plus de trois ans. De plus, six titres présents dans le portefeuille en 1998 y étaient encore en début 2014 et représentaient 25% du portefeuille¹¹.

¹⁰ Benchmark: MSCI Europe GD

¹¹ Essilor, Roche, L'Oréal, SAP, Dassault Systèmes, Sodexo.



Graphique 9

La performance est nourrie principalement par la capacité de Comgest à identifier et à se concentrer sur des sociétés dont la croissance du bénéfice par action est supérieure à la moyenne. Ces sociétés comptent davantage sur leurs propres forces (innovation, nouveaux produits) que sur la conjoncture économique pour se développer.

2. Berkshire Hathaway : la gestion des actions US

La FPH investit en actions américaines à travers Berkshire Hathaway, une société cotée à la bourse de New York et gérée par Warren Buffett dont la philosophie d'investissement et la gouvernance de la société recourent celles de la fondation.

En tant que propriétaire d'actions de Berkshire Hathaway, la FPH est en réalité un associé de Buffett qui est l'associé-gérant. Pour Buffett, Berkshire Hathaway n'est pas le propriétaire ultime des actifs qu'elle possède mais seulement un véhicule pratique à travers lequel les associés sont propriétaires des actifs.

L'alignement des intérêts des associés est total. Les associés-gérants ne perçoivent pas de gros salaires, de stock-option ou d'autres gains qui les mettraient dans une position plus favorable que les autres associés. Ils ne feront un gain que lorsque les autres associés, telle que la fondation, gagneront et exactement dans les mêmes proportions. On est loin de l'environnement de l'activité de gestionnaires décrit plus haut.

De plus, sa mise en œuvre reflète effectivement sa philosophie et ses résultats démontrent leur bien-fondé.

Son intérêt exclusif pour des entreprises et des industries dont il comprend le modèle d'affaire – et donc son renoncement à investir dans celles qu'il ne comprend pas ou dans des entreprises où les résultats sont trop aléatoires – représente un modèle de gestion du risque qui convient parfaitement à la FPH.

Enfin, son inclination à détenir les sociétés dans lesquelles il investit "pour toujours" atteste de leur durabilité.

Son succès financier, alors que l'un de ses critères d'investissement est une forte culture éthique et un management intéressé à faire un bon travail et pas seulement à faire de l'argent, atteste, comme nous le croyons, que l'éthique et un haut rendement des investissements vont de pair.

Conclusion

La FPH, guidée dans ses décisions par MBS, a atteint ses objectifs dans un contexte des plus tumultueux. Mais, et c'est capital pour l'avenir, la fondation a pu tester et affiner la validité de sa philosophie et de son approche dans la gestion du patrimoine. C'est pourquoi elle affrontera les incertitudes du futur avec confiance.

Au regard de l'ingéniosité dont l'humanité a su faire preuve, particulièrement au cours de deux derniers siècles, aucun défaitisme ne saurait se justifier. Les défis auxquels elle fait face sont autant d'opportunités pour les entreprises qui se donnent les moyens d'y apporter des solutions intelligentes et adaptées.

Pour la FPH et ses conseillers, le succès dans la gestion de patrimoine requiert de :

- ne pas transiger avec ses principes /valeurs,
- poser un regard lucide sur le monde de la finance et garder sa capacité de jugement face à la pensée dominante et aux modes ;
- investir dans des stratégies simples, ayant passé l'épreuve du temps, et dont on comprend les tenants et les aboutissants ;
- transformer les péripéties de l'histoire en expérience et connaissance, indispensables pour corriger la trajectoire quand les circonstances l'exigent.