

Questions et réponses avec William Lock

« Buffettiser » les actions internationales : amener la qualité au niveau supérieur

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | ÉQUIPE ACTIONS INTERNATIONALES
QUESTIONS ET RÉPONSES | 2018

Warren Buffett, largement reconnu en tant que pionnier et figure majeure de l'investissement à long terme, fait l'objet d'une grande admiration et a de nombreux adeptes, mais il est intéressant de noter que les gérants d'actions institutionnels appliquant une approche long-only reproduisent peu ses méthodes. William Lock en examine les raisons et discute de la manière dont la stratégie gérée par son équipe a intégré la philosophie de Warren Buffett pour en faire une stratégie d'investissement globale à long terme payante, adaptée aux investisseurs actions institutionnels et professionnels.

Quelles sont les origines de la philosophie de Warren Buffett ?

WILLIAM LOCK (WL): Tout d'abord, il faut dire qu'il n'y a qu'un seul Warren Buffett. Il a été extrêmement généreux en partageant avec un public vaste et fasciné, sur une très longue période, des informations sur sa manière d'investir. Nous allons simplement parler de la façon dont nous pensons qu'il procède, et de ce que nous estimons être pertinent. Il est intéressant de souligner que c'est à Benjamin Graham qu'on attribue le développement des principales philosophies qui sous-tendent l'investissement axé sur la valeur. Warren Buffett est son étudiant le plus célèbre. C'est Buffett qui a adopté l'approche sous-jacente de Graham, qui considère les actions comme des entreprises et en vertu de laquelle les investisseurs doivent calculer la valeur intrinsèque d'une entreprise en fonction de ses facteurs financiers fondamentaux, puis ajouter une marge de sécurité.

AUTEUR



WILLIAM LOCK

Managing Director
Responsable de la
stratégie Global Franchise



Comment Buffet applique-t-il sa philosophie ?

WL: Initialement, l'approche était essentiellement quantitative et reposait énormément sur des actions présentant des anomalies de prix, quelle que soit leur qualité. On vendait ces entreprises une fois qu'elles atteignaient leur valeur intrinsèque. En pratique, dans les premières années de l'époque Graham/Buffet, l'approche était essentiellement axée sur la valeur comptable, qui représentait la valeur intrinsèque, ce qui, dans les années 60, l'a poussé à placer tous ses actifs de partenariat dans Berkshire Hathaway¹, une entreprise textile qui a finalement dû être vendue pour la valeur de ses machines après une restructuration interminable.

Qu'est-il arrivé ensuite ?

WL: Buffet a rencontré Charlie Munger et a fait évoluer son approche en matière d'investissement, pour l'axer bien plus sur le flux de trésorerie disponible, ce qui l'a mené à redéfinir le concept de valeur intrinsèque. Buffet explique tout cela dans son ouvrage Owner's Manual : la valeur intrinsèque est la valeur actualisée des liquidités qu'il est possible de sortir d'une entreprise pendant sa durée de vie restante. C'est également notre définition de la valeur intrinsèque.

Le principe central du style de Munger était d'acheter des entreprises formidables et faciles à comprendre, idéalement avec une décote par rapport à leur valeur intrinsèque ou, sinon, à leur juste valeur. Munger et Buffet sont tous les deux à l'origine d'un très grand nombre d'excellentes citations pour la communauté d'investissement. L'une des citations les plus célèbres de Munger : « Il vaut bien mieux acheter une entreprise formidable à un prix correct, qu'une entreprise correcte à un prix formidable » résume plutôt bien son approche.

Qu'entendait-il par « entreprise formidable » ?

WL: Tout simplement, une entreprise capable de générer un rendement du capital élevé et durable à l'avenir et qui présente un potentiel de croissance.

Comment la philosophie Buffet/Munger s'est-elle manifestée dans les types de participations qu'ils ont acquises ?

WL: À partir de la fin des années 1960 et jusqu'aux années 1990, ils étaient prêts à acheter de grandes entreprises au sein des marchés publics et privés, simplement dans la mesure où ces entreprises étaient dotées d'excellentes équipes de direction. Leur objectif – et, encore une fois, Buffet le résume dans Owner's Manual – était de maximiser le « taux de gain » annuel moyen de la valeur commerciale intrinsèque par action. Il faut garder à l'esprit que comparé à la plupart des investisseurs en actions à long terme, Buffet a bien plus de moyens à sa disposition pour réaliser son objectif, par exemple, en utilisant l'effet de levier intégré aux compagnies d'assurance, ou en ayant la liberté d'aller chercher des opportunités au sein du secteur privé.

Pouvez-vous décrire des difficultés auxquelles l'approche Buffet a pu faire face ?

WL: Depuis les années 1990, son style a été affecté par ce qu'il appelle l'ennemi des bons rendements : le gros portefeuille. En d'autres termes, plus vous devenez gros, plus la quantité de liquidités que vous devez faire travailler devient importante du fait de votre taille et, par conséquent, plus il devient difficile de générer des rendements intéressants. Pour Buffet, le résultat est le suivant : tant qu'il peut encore investir des montants de capital importants pour des rendements corrects et sûrs, il semblerait qu'il ait baissé le seuil de ce qu'il considère être une entreprise à rendement élevé. Cela pourrait expliquer pourquoi il a investi dans les services aux collectivités et même dans une compagnie ferroviaire, que nous avons du mal à considérer comme des entreprises formidables.

Que peut faire Warren Buffet que les gérants d'actions institutionnels ne peuvent pas faire ?

WL: Eh bien, je pense qu'il a moins de contraintes. Pour commencer,

Buffet et Munger préfèrent investir en détenant des entreprises directement, par le biais d'acquisitions. Buffet préfère les accords privés parce qu'il peut généralement obtenir un meilleur prix de la part des vendeurs, étant donné qu'il donne accès en échange à un écosystème qui est favorable à long terme aux gérants ou aux propriétaires de l'entreprise. Mais cela ne signifie pas que certaines entreprises aient un chemin plus facile sur les marchés publics. En outre, il a bien conscience du pouvoir de sa propre marque et il ne se prive pas de « Buffetter », en utilisant son influence considérable pour obtenir des prix avantageux sur les transactions disponibles uniquement pour son véhicule d'investissement, Berkshire Hathaway ; il a conservé le nom, à défaut de l'entreprise sous-jacente. En deuxième choix, Buffet et Munger détiennent des parts d'entreprises par le biais d'actions ordinaires, en obtenant généralement le contrôle ou une participation minoritaire. Habituellement, les gérants d'actions qui appliquent une approche long-only ne sont pas directement propriétaires d'entreprises ni actionnaires majoritaires.

Comment finance-t-il ses idées d'achat ?

WL: Berkshire Hathaway dispose de deux grandes sources de financement en plus des flux de trésorerie disponible générés par ses activités et de ses positions en liquidités : les impôts différés et le flottant, qui correspondent aux primes que les filiales d'assurance perçoivent avant de devoir couvrir les pertes. Principalement grâce au succès de l'activité de souscription Super Catastrophe - activité de réassurance de Berkshire Hathaway - et à l'activité d'assurance automobile de GEICO, ces deux sources de financements ont connu une croissance rapide, totalisant un montant non négligeable de 151 milliards de dollars l'année dernière².

¹ Ce document ne saurait constituer une recommandation pour les entreprises dans laquelle Warren Buffet a investi, ou pour Berkshire Hathaway.

² Source : Lettre aux actionnaires Berkshire Hathaway, 27 février 2016.

Quel avantage cela donne-t-il par rapport aux gérants d'actions long-only ?

WL: Comme le souligne Buffett dans son Owner's Manual, « [...] les impôts différés et le flottant [...] nous donnent les avantages de la dette (la capacité d'avoir plus d'actifs qui travaillent pour nous) sans aucun de ses inconvénients ». Cela signifie également qu'il peut utiliser son effet de levier d'assurance et attendre que de bons investissements se présentent, sans avoir à se soucier des conséquences de la rétention des liquidités sur la performance. En règle générale, les gérants d'actions long-only ne sont pas autorisés à détenir d'importants montants de liquidités, à utiliser un effet de levier ou même à accéder à l'effet de levier d'assurance spécifique dont profite Warren Buffett.

Buffett a-t-il d'autres avantages par rapport aux gérants d'actions long only ?

WL: Oui, j'en ai deux qui me viennent à l'esprit. Le premier avantage, c'est d'être l'investisseur à long terme ultime. Il est patient lorsqu'il s'agit d'acheter mais réticent à vendre, voire ne vend pas du tout. L'un des 13 principes de Berkshire Hathaway relatifs au propriétaire est le suivant : « Quel que soit le prix, nous n'avons aucun intérêt à vendre une bonne activité dont Berkshire est le propriétaire. Nous sommes également très réticents s'agissant de vendre des entreprises de qualité moindre tant que nous les estimons capables de générer au moins un peu de trésorerie, et tant que nous avons une opinion positive sur leurs dirigeants ou leurs relations de travail. » Ainsi, les investisseurs de Berkshire Hathaway donnent moins d'importance à la liquidité des positions. La plupart des gérants d'actions qui gèrent de l'argent au nom de fonds de pension ont besoin de liquidités en grandes quantités pour répondre aux exigences de paiements à court terme des flux des plans. Nos clients nous posent régulièrement des questions au sujet de notre profil de liquidité dans des scénarios de tensions sur les marchés. Buffett achète généralement dans les périodes de tension sur les marchés et ne cherche pas à vendre.

Et l'autre ?

WL: La capacité d'investir de la façon dont on le souhaite, sans restriction. Buffett et Munger contrôlent Berkshire Hathaway et ont rédigé sa méthode : détenir d'excellentes entreprises, les détenir pour toujours, et avoir tout le temps pour faire travailler les liquidités. Ils ne sont pas soumis aux pressions typiques exercées par la vision à court terme des investisseurs. Leur réussite ne se mesure pas par la surperformance par rapport à un groupe de pairs ou à un indice, trimestre après trimestre, année après année. Ils ne sont pas pénalisés par la tracking error ou la rétention des liquidités. On n'attend pas d'eux qu'ils surpassent les marchés ou fournissent de grandes quantités de liquidités aux investisseurs de Berkshire Hathaway.

Qu'en est-il du risque ?

WL: Buffett se soucie du risque absolu, pas du risque relatif. Nous aussi. Se soucier du risque absolu, c'est se soucier du risque de perte d'argent. Se soucier du risque relatif signifie que l'on cherche à éviter de sous-performer ses pairs ou un indice, quelle que soit la tendance de la performance. Pour ce faire, il faut en fin de compte suivre ses pairs ou l'indice, et surtout ne pas aller dans une autre direction. John Maynard Keynes l'a plutôt bien dit. « Un bon banquier, hélas, n'est pas celui qui prédit le danger et l'évite, mais celui qui, lorsqu'il est ruiné, l'est de la même façon que ses semblables, de sorte que personne ne puisse vraiment le lui reprocher ». Pour le dire sans y mettre les formes, lorsque l'on se soucie du risque relatif et de la tracking error cela signifie généralement que l'on gère le risque de sa carrière. L'effet pervers du risque relatif est que si vous perdez 50 % de votre argent en termes absolus, mais que vous disposez d'une tracking error parfaite en ligne avec vos pairs, votre carrière ne risque probablement rien. Baser le risque sur la différence plutôt que sur la perte n'est pas ce que nous pouvons considérer comme du risque réel.

Buffett est-il un investisseur international, ou préfère-t-il son terrain national ?

WL: À mon avis, il dispose d'un énorme avantage, comme je l'ai mentionné

précédemment, dans la mesure où il acquiert des entreprises privées et publiques aux États-Unis. S'il était limité au seul marché public américain, son univers d'entreprises de qualité serait considérablement réduit et pourrait l'obliger à faire des compromis sur le prix ou sur la qualité ; il bénéficie donc d'une gamme plus large que la plupart des acteurs étant donné son accès au « robinet » privé. Il recherche également des entreprises à l'étranger (et participe à certaines), mais ses performances y sont un peu plus mitigées. De nombreux plans d'investissement reconnaissent les avantages de l'investissement à l'échelle globale, car il maximise les opportunités potentielles mais, en pratique, il est difficile à exécuter, en particulier en raison du « bucketing » historique de régions dans les marchés américains, des régions Europe, Afrique et Extrême-Orient et émergents, et de la rareté des stratégies différenciées d'actions internationales de haute qualité.

Etant donné les allocations régionales historiques et les barrières apparentes auxquelles les gérants d'actions long-only font face lorsqu'ils investissent comme Warren Buffett, existe-t-il des stratégies internationales similaires à celle de Buffet ?

WL: Nous pensons que la stratégie qui s'en rapproche le plus est la stratégie Global Franchise que nous gérons. Un ex-collègue l'a lancée il y a 20 ans, avec pour objectif de devenir une version internationale de ce que Buffett et Munger faisaient aux États-Unis dans l'univers des actions de haute qualité. Mise délibérément en œuvre en tant que stratégie concentrée, il a fallu se rendre à l'évidence : il n'y a pas un si grand nombre d'entreprises formidables, même à l'échelle globale. Et si l'on cherche à les trouver au prix juste, elles deviennent encore plus rares.

En quoi pensez-vous être différents de Buffett et Munger ?

WL: Je le redis, il n'y a qu'un seul Buffett et qu'un seul Munger. Nous sommes plus stricts lorsqu'il s'agit de définir ce qui constitue une entreprise formidable. Buffett la définit généralement comme

une très bonne entreprise qui présente un potentiel de croissance à long terme et qui exige une rentabilité des capitaux propres élevée et durable APRÈS effet de levier. Nous exigeons des entreprises qu'elles aient un rendement du capital d'exploitation (et non des capitaux propres) très élevé et durable AVANT les effets d'amplification produits par l'effet de levier. Nous ne prenons pas de risque avec les bilans. Nous exigeons aussi une volatilité faible des marges bénéficiaires sans effet de levier.

Concrètement, qu'est-ce que cela signifie ?

WL: Cela signifie que Buffett peut détenir des actions publiques que nous refuserions catégoriquement. Par exemple, le rendement sur le capital d'une banque est minuscule. Il est fort probable que nous ne détenions jamais de banques dans Global Franchise. Cela signifie également que nous ne détiendrons jamais de services aux collectivités ou de compagnies ferroviaires. Ces types d'entreprises présentent des rendements faibles, souvent avec effet de levier, et une intensité du capital élevée, car une grande partie des liquidités qu'elles génèrent doit être consacrée à des immobilisations gourmandes en capital, ce qui réduit les options d'allocation de ce dernier, qui est soit redistribué aux actionnaires, soit réinvesti dans la croissance de l'activité, ce qui du même coup limite énormément les possibilités d'accumulation à long terme.

Vous avez parlé de risque tout à l'heure, en quoi pensez-vous être différents ?

WL: On peut affirmer sans se tromper que nous exigeons une marge de sécurité plus importante. Pour évaluer la valeur intrinsèque, il semble que Buffett détermine son taux d'actualisation des flux de trésorerie à l'aide des taux des obligations d'État à long terme. Il semblerait qu'il n'ajoute pas de prime de risque actions, car il considère que les entreprises de très grande qualité sont plus sûres à long terme que les bons du

Trésor. Pour quelle raison ? Car elles ont un potentiel de croissance et un pouvoir de fixation des prix. Les obligations n'ont ni l'un, ni l'autre. Sur le principe nous sommes d'accord, mais en pratique nous utilisons une prime de risque actions qui inclut une marge de sécurité plus importante que celle qui pourrait être nécessaire pour Buffett.

Le seuil que vous définissez en matière de qualité est très élevé. Comment le mesurez-vous ?

WL: Nous recherchons un rendement opérationnel des capitaux engagés (ROOCE) sans effet de levier qui soit stable ou élevé. Le ROOCE de Global Franchise est de 60,8 %, ce qui est environ 3,5 fois plus élevé³ que celui de l'indice MSCI World. Pour l'instant, nous n'avons trouvé aucune stratégie actions internationales équivalente, ce qui laisse entendre que Global Franchise est certainement l'un des produits d'actions internationales dont la qualité est la plus haute dans le monde. Le ROOCE n'est pas le seul indicateur qui nous distingue. Les marges brutes élevées sont un marqueur de pouvoir de fixation des prix. Au-delà de 47 %, les marges brutes de Global Franchise sont deux fois plus importantes que l'indice MSCI World élargi. Comme j'ai pu le mentionner précédemment, que nous ne prenons pas de risque financier, comme en témoigne le ratio dette nette/EBITDA très faible (seulement 1,5 x) de notre stratégie.

Les obligations d'État n'offrent-elles pas une sécurité plus importante, bien qu'associée à un rendement cumulé plus faible ? Cela constitue-t-il un meilleur rapport risque/rendement ?

WL: En fait, nous pensons que la possibilité de remplacement au moins partiel des obligations d'État très coûteuses, utilisées pour atténuer le risque des plans de pension, par une stratégie actions de haute qualité comme Global Franchise est très attrayante. Nous pensons que cette stratégie peut surpasser les obligations sur le long

terme, car elle dispose de deux éléments cruciaux qui manquent aux obligations : le pouvoir de fixation des prix et la capacité de croissance. Le problème avec les bons du Trésor est le point de départ des rendements actuellement faibles. Neuf pays du monde développé ont des rendements d'obligations d'État sur 10 ans inférieurs à 1 %, notamment le Japon, l'Allemagne et la France.⁴ Il est fort probable que les taux d'intérêt restent à un niveau historiquement bas dans un avenir prévisible. Le rendement moyen des bons du Trésor américain sur 10 ans de ces 50 dernières années dépasse à peine les 6 %. Même si le rendement actuel enregistrait une hausse de 75 pb cette année, comme le suggère la possibilité de trois hausses de 25 pb chacune, il serait encore inférieur à sa moyenne sur 50 ans de plus d'un écart type. Enfin, il faut noter que plus la société sous-jacente qui sponsorise le fonds de pension est volatile, plus il est logique d'adopter une approche similaire à celle de Buffett, comme Global Franchise.

Et par rapport aux actions en général, pourquoi privilégier la qualité maintenant ?

WL: Cela semble être une question de timing. Nous ne pratiquons pas le market timing, car nous n'avons pas besoin de le faire. Notre philosophie est très claire : de notre point de vue, l'effet cumulatif et la préservation du capital sont les meilleurs moyens d'obtenir des rendements attrayants sur le long terme. Pour ce faire, il faut acquérir des sociétés qui réalisent cette accumulation pour vous, grâce à leurs données économiques solides et à leur croissance organique. Elles ne peuvent être solides que si leur situation n'est pas gouvernée principalement par le cycle économique, et elles ne peuvent enregistrer une croissance organique qu'en vertu de leur pouvoir de fixation des prix, qui dérive de leur position de leader de marché dans les bonnes catégories, ainsi que de leur capacité d'innovation, de publicité et de promotion.

³ Source : Morgan Stanley Investment Management, FactSet. Données au 31 décembre 2017.

⁴ Bloomberg, Morgan Stanley Investment Management. Données au 13 janvier 2017.

La majeure partie du marché n'est-elle pas gouvernée par le cycle économique ?

WL: Si, mais nous ne nous préoccupons pas de la majeure partie du marché. Nous recherchons les entreprises de la plus haute qualité à l'échelle mondiale. Notre univers d'investissement comprend plus de 2000 entreprises. Nous en avons moins de 30, soit près de 1,5 % de cet univers. Il y a donc beaucoup d'entreprises que nous ne détenons pas, tout simplement parce qu'elles ne sont pas adaptées à notre activité. Par exemple, pourquoi une entreprise du secteur des matières premières ne nous convient-elle pas ? Tout d'abord, elle n'a pas en général le pouvoir de fixation des prix, en partie car il dépend de l'offre et de la demande sur le marché, mais aussi car les opportunités d'innovation sont rares : entend-on souvent parler d'un nouvel or, d'un nouveau pétrole, d'une nouvelle eau ou d'un nouveau minerai de fer ? En règle générale, ce ne sont pas là des événements survenant en continu. Ensuite, les matières premières ne génèrent le plus souvent pas de rendements élevés sur le capital d'exploitation en raison de leur intensité capitaliste due à la nécessité de disposer de bases d'actifs matériels significatives, ce qui signifie qu'elles sont plus consommatrices que génératrices de liquidités. Il n'est tout simplement pas possible de procéder à une accumulation efficace sans une génération durable et croissante de liquidités afin de développer son entreprise de façon organique, ou de restituer du capital aux actionnaires.

Les actions, et en particulier les meilleures, ne sont-elles pas coûteuses en raison de l'assouplissement quantitatif et des politiques monétaires agressives ?

WL: L'un des impacts majeurs de la politique monétaire interventionniste a été la distorsion des cours des actifs pour toutes les classes d'actifs. Forcer à la baisse les rendements obligataires a déclenché une chasse au rendement dans

le reste des univers, ce qui a entraîné une hausse des valorisations et favorisé les effets secondaires indésirables de l'argent bon marché, notamment la hausse de l'endettement, la dangereuse illusion de la liquidité des marchés du crédit et une corrélation bien plus importante entre classes d'actifs, par exemple, l'or et les valeurs financières suivent souvent les mêmes tendances plutôt que de suivre des tendances opposées. L'avantage est que les valorisations sont élevées, avec des cours en hausse malgré des résultats qui font généralement du surplace. La croyance ou le mythe voulant que les banques centrales contrôlent le destin des économies et des marchés étant tenace chez investisseurs, ces derniers suivent maintenant leurs moindres paroles plutôt que de prêter attention aux fondamentaux, créant ainsi un surcroît de volatilité et un comportement d'investissement à court terme encore plus restreint. Nous ne passons pas notre temps à nous demander ce que les taux pourraient faire ou non, ce que les politiques des banques centrales pourraient avoir ou non comme effet, ou à nous soucier des élucubrations macroéconomiques en vogue à un moment donné. Nous n'en faisons pas la base de nos argumentaires d'investissement. Ce qui nous importe, c'est de ne pas payer plus que la valeur intrinsèque à long terme de nos investissements. Il est assez incroyable de voir qu'étant donné le très haut niveau de qualité de nos entreprises, avec un ROOCE plus de 4 fois supérieur à celui du marché global, la prime de valorisation soit si étroite. Le rendement du flux de trésorerie disponible est un peu moins de 10 % plus cher,⁵ soit un niveau peu étendu sur le plan historique. Il convient en outre de rappeler que les flux de trésorerie disponible que nous cherchons à détenir sont ceux qui sont durables et en croissance, et non pas ceux qui sont amplifiés par un moment spécifique du cycle économique. Pour faire court, nous pensons que les valorisations actuelles des sociétés que nous détenons sont acceptables ; elles ne sont pas données, mais elles sont acceptables.

Que diriez-vous aux fonds de pension intéressés par un investissement dans une stratégie actions mondiales de très haute qualité comme Global Franchise ?

WL: D'adopter une vision à très long terme et de faire preuve de patience. Sans cela, vous n'obtiendrez pas les avantages de l'accumulation. Tout ce qui compte, c'est le long terme et la patience, soutenus par une stratégie libre d'investir de la sorte.

Sélectionnez une stratégie dotée d'une philosophie et d'un processus clairs et solides qui définit et démontre de façon répétée, par les entreprises qu'elle détient, ce qui constitue exactement, à son avis, une entreprise formidable.

Sélectionnez une stratégie capable d'évaluer et de détenir ces entreprises formidables, généralement à leur valeur intrinsèque ou à une valeur inférieure.

Sélectionnez une stratégie gérée par une équipe qui est totalement indépendante pour investir, où l'objectif est de valoriser la fortune du client sur le long terme plutôt que des objectifs à court terme comme les performances des pairs/indices et des positions.

RISQUES

Il ne peut être garanti qu'un portefeuille atteindra son objectif d'investissement. Les portefeuilles sont soumis au risque de marché, c'est-à-dire à la possibilité que la valeur de marché des titres en portefeuille baisse. En conséquence, cette stratégie expose l'investisseur au risque de pertes. Nous attirons votre attention sur le fait que cette stratégie peut être soumise à des risques supplémentaires. L'évolution de l'économie mondiale, des dépenses et des préférences de consommation, de la concurrence, de la démographie, des réglementations gouvernementales et des conditions économiques peut pénaliser les **sociétés de franchise mondiales** et peut coûter des points à la stratégie de façon plus marquée que si les actifs de la stratégie étaient investis dans un panel plus large de sociétés. En général, la valeur des **actions** varie également

⁵ Source : Morgan Stanley Investment Management. Données au 31 décembre 2017.

en fonction des activités spécifiques à une entreprise. Les investissements sur les marchés étrangers s'accompagnent de risques particuliers, notamment les risques de change, politiques, économiques et de marché. Les actions des **sociétés à petite capitalisation** présentent des risques particuliers, tels que des gammes de produits, des marchés et des ressources financières limités, et une volatilité supérieure à celle des entreprises à grande capitalisation mieux établies. Les risques associés aux investissements dans des **pays émergents** sont plus élevés que ceux associés aux investissements dans des marchés développés.

Les portefeuilles non diversifiés

investissent souvent dans un nombre plus restreint d'émetteurs. De ce fait, toute évolution de la situation financière ou de la valeur de marché d'un émetteur donné est susceptible d'entraîner une volatilité accrue. **Stratégie de vente d'options.** La vente d'options d'achat implique le risque que le portefeuille soit dans l'obligation de vendre le titre ou instrument sous-jacent (ou de régler en trésorerie un montant de valeur égale) à un prix désavantageux ou inférieur à la valeur de marché d'un tel titre ou instrument sous-jacent, au moment de l'exercice de l'option. En tant que vendeur de l'option d'achat, le

portefeuille renonce, pendant la durée de vie de l'option, à l'opportunité de tirer profit des hausses de la valeur de marché du titre ou instrument sous-jacent couvrant l'option au-delà de la somme de la prime et du prix d'exercice, mais reste exposé au risque de perte en cas de baisse de la valeur du titre ou instrument sous-jacent. En outre, la stratégie de vente d'options du portefeuille peut ne pas le protéger entièrement contre les baisses de valeur du marché. La vente d'options non couvertes comporte des risques spécifiques qui exposent le portefeuille à un risque de perte non négligeable.

DÉFINITIONS

Flux de trésorerie disponible (FCF, Free Cash-Flow) : Cash-flow opérationnel moins les investissements, la croissance du fonds de roulement, les intérêts et les impôts. **Dette nette/EBITDA:** Le rapport entre dette nette et résultat avant intérêts et impôt, amortissement et dépréciation (EBITDA) est une mesure de l'endettement, calculé comme étant le passif portant intérêt moins la trésorerie ou les équivalents de trésorerie, divisé par l'EBITDA. **Rendement du capital d'exploitation engagé (ROOCE, Return On Operating Capital Employed):** Un taux indiquant l'efficacité et la rentabilité du fonds de roulement d'exploitation d'une entreprise. Il est égal au résultat avant intérêts et impôts divisé par les immobilisations corporelles plus le fonds de roulement d'exploitation (hors valeurs financières et goodwill). **Résultat avant intérêts et impôt, amortissement et dépréciation (EBITDA):** Essentiellement, le revenu net auquel on a rajouté l'intérêt, les taxes, la dépréciation et l'amortissement, et que l'on peut utiliser pour analyser et comparer la rentabilité des entreprises et des secteurs, car il élimine les effets du financement et des décisions comptables.

DISTRIBUTION

Le présent document s'adresse et doit être distribué exclusivement aux personnes résidant dans des juridictions où une telle distribution ou mise à disposition n'est pas contraire aux lois et réglementations locales en vigueur.

Royaume-Uni: Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. **Dubaï:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701/702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirats arabes unis. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). **Allemagne:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francfort Allemagne (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italie:** Morgan Stanley Investment Management Limited, succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, une société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA), dont le siège social est au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited, succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est au Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milan, Italie, est enregistrée en Italie sous le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968.

Pays-Bas: Morgan Stanley Investment Management, Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. Téléphone : +31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse:** Morgan Stanley & Co. International plc, Londres, succursale de Zurich, agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse. Téléphone : +41(0) 44 588 1000. Fax : +41(0) 44 588 1074.

Etats-Unis

Les comptes gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes séparés gérés selon la Stratégie incluent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la Stratégie avant d'investir. Un niveau d'investissement minimum est requis. Vous trouverez des informations importantes sur le gestionnaire financier dans la partie 2 du formulaire ADV.

Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques, les commissions et les frais associés aux fonds avant de prendre une décision d'investissement. Les prospectus contiennent ces informations et d'autres informations concernant les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-le directement depuis le site morganstanley.com/im ouappelez le 1-800-548-7786. Veuillez lire attentivement le prospectus avant d'investir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. agit en qualité de distributeur des fonds de Morgan Stanley.

NON ASSURÉ PAR LE FDIC | ABSENCE DE GARANTIE BANCAIRE | POSSIBLE PERTE DE VALEUR | NON ASSURÉ PAR DES AGENCE GOUVERNEMENTALES FÉDÉRALES | NE CONSTITUE PAS UN DÉPÔT

Hong Kong : Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission (autorité de réglementation des valeurs mobilières et des contrats à terme) de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoie des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ou adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour :** L'objet de ce document ne saurait être considéré comme une offre de souscription ou d'achat, directe ou indirecte, présentée au public ou à des membres du public de Singapour autres que (i) des investisseurs institutionnels selon la définition de la section 304 de la Securities and Futures Act (« SFA »), chapitre 289, (ii) des « personnes concernées » (ce qui inclut les investisseurs accrédités) au sens de la section 305 de la SFA, la distribution du présent document étant conforme aux conditions énoncées à la section 305 de la SFA, ou (iii) d'autres personnes, autrement que dans les conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. En particulier, l'offre de parts de fonds d'investissement qui ne sont pas autorisés ou reconnus par la MAS à la clientèle de détail est interdite. Aucun document écrit distribué aux personnes susmentionnées et en rapport avec une offre n'est un prospectus au sens défini par la SFA ; en conséquence, la responsabilité juridique en vertu de la SFA relative au contenu des prospectus ne s'applique pas ; les investisseurs doivent déterminer avec prudence si l'investissement convient à leur situation. **Australie :** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication ainsi que l'accès à celle-ci sont réservés aux « wholesale clients » au sens que revêt ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Région EMEA: Le présent document a été publié par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Société autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre sous le numéro 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement fonctionnera dans toutes les conditions de marché et il incombe à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de détérioration du marché. Avant de réaliser un placement, les investisseurs sont invités à lire attentivement le document d'offre relatif à la stratégie ou au produit. Les divers véhicules de placement présentent des différences importantes dans la mise en œuvre de la stratégie.

Les comptes gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes séparés gérés selon la Stratégie incluent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la Stratégie avant d'investir.

Le présent document est un message d'ordre général, qui n'est pas impartial et a été préparé à des fins purement informatives et instructives et ne constitue aucunement une offre ou une recommandation d'achat ou de vente de titres particuliers, ou d'adoption d'une stratégie d'investissement spécifique. Les informations contenues dans le présent document ne reposent pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ou réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

Sauf indication contraire, les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe de gestion des portefeuilles et sont fondées sur les faits tels qu'ils sont connus à la date de rédaction et non à une date

ultérieure. Elles ne seront ni mises à jour ni révisées pour refléter des informations qui seraient diffusées ultérieurement, ou des événements ou des changements qui interviendraient par la suite.

Les prévisions et/ou estimations fournies dans le présent document sont susceptibles de changer et pourraient ne pas se matérialiser. Les informations relatives aux performances et perspectives des marchés sont fondées sur les études, les analyses et les opinions de l'auteur ou des auteurs. Ces conclusions sont, par définition, basées sur des suppositions. Elles peuvent donc ne pas se réaliser et ne sont pas destinées à prévoir l'évolution future d'un produit donné de Morgan Stanley Investment Management.

Les pondérations et/ou les positions indiquées correspondent à un ordre de grandeur typique et ne constituent nullement une valeur maximale. En raison des conditions de marché et des mouvements boursiers, il se peut que le portefeuille soit amené à excéder ces valeurs.

La gestion des risques implique un effort de surveillance des risques, mais elle ne doit pas être interprétée comme, et n'implique pas, un risque faible.

MSIM n'autorise pas les intermédiaires financiers à utiliser et distribuer ce document, à moins que cette utilisation et cette distribution ne soient effectuées conformément aux lois et réglementations applicables. De plus, les intermédiaires financiers sont tenus de s'assurer que les informations contenues dans ce document conviennent aux personnes auxquelles ils

fournissent ce document, à leur situation et à leur objectif. MSIM ne peut être tenu responsable et décline toute responsabilité en cas d'utilisation, abusive ou non, de ce document par tout intermédiaire financier.

Ce document peut être traduit dans d'autres langues. En cas de traduction, la version anglaise fait foi. En cas de divergence entre la version anglaise et une version de ce document dans une autre langue, la version anglaise prévaut.

Il est interdit de reproduire, copier ou transmettre tout ou partie de ce travail ou d'en communiquer le contenu, même partiellement, à des tiers sans le consentement écrit exprès de MSIM.

Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par la loi sur les droits d'auteur. Morgan Stanley Investment Management (« MSIM ») est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley. Les actifs sont gérés par des équipes représentant différentes entités juridiques de MSIM. Les équipes de gérants de portefeuille sont pour la plupart basées à New York, Philadelphie, Londres, Amsterdam, Hong Kong, Singapour, Tokyo et Bombay.

Morgan Stanley Investment Management (MSIM) est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par la loi sur les droits d'auteur.

Rendez-vous sur notre nouveau site :
www.morganstanley.com/im