

Date : 31/12/2008

## **Seth Klarman pour Harvard Business School**

Alors que d'autres gestionnaires de fonds se sont précipités pour survivre à l'effondrement des marchés financiers, l'extraordinaire investisseur de valeur Seth Klarman (MBA '82), président du Baupost Group à Boston, a prudemment recherché des opportunités d'achat. Après s'être assis patiemment sur la touche avec une montagne de liquidités - 40 à 50% des 14 milliards de dollars de Baupost - plus d'actifs - pendant plusieurs années, les récents investissements de la société ont réduit de moitié sa trésorerie. La vente de détresse, semble-t-il, engendre le genre de bonnes affaires pour lesquelles Klarman vit.

Fraîchement sorti de HBS, Klarman n'a pas hésité lorsque le professeur auxiliaire Bill Poorvu l'a recruté pour aider à gérer un pool de capitaux de 27 millions de dollars dans le Baupost nouvellement formé. Alors que le salaire de départ était de 35 000 \$, il s'est avéré être l'occasion de toute une vie. En 26 ans, Baupost a accumulé un enviable taux de rendement annuel composé de 20%, ce qui a permis à Klarman d'entrer dans le magazine Alpha Hedge Fund Hall of Fame. L'entreprise est passée de 3 à 100 employés.

Joueur d'équipe accompli, Klarman utilise rarement son bureau privé, choisissant plutôt de s'asseoir au bureau de négociation où il travaille en étroite collaboration avec les analystes sur les décisions d'investissement. Mais le travail ne consomme pas beaucoup. Il prend du temps pour les activités familiales et extérieures. Au fur et à mesure que ses trois enfants grandissaient, il a entraîné les équipes de football de ses filles et a assisté aux récitals de son fils. Et il est profondément engagé dans un certain nombre de causes philanthropiques. Klarman a récemment pris le temps de discuter de l'investissement, de la crise du crédit et de son approche de la philanthropie.

Lorsque vous avez commencé chez Baupost à 25 ans, vous considérez-vous déjà comme un investisseur de valeur?

Oui. Après ma première année au collège et juste après avoir obtenu mon diplôme, j'ai travaillé pour Mutual Shares Corporation, qui était dirigée par un merveilleux gentleman nommé Max Heine. J'ai appris énormément sur l'investissement de valeur. Il s'avère que l'investissement de valeur est quelque chose qui est dans votre sang. Il y a des gens qui n'ont tout simplement pas la patience et la discipline pour le faire, et il y a des gens qui le font. Cela m'amène donc à penser que c'est génétique.

Avez-vous déjà hésité dans votre style d'investissement ?

Pas même une seule fois.

# Graham- and-Schlossville

*Archives pour l'investisseur dans la valeur*

Qu'est-ce qui vous a donné la volonté de dire non à toutes les autres approches d'investissement?

Il y a plusieurs réponses. Tout d'abord, l'investissement de valeur est intellectuellement élégant. Vous achetez essentiellement de bonnes affaires. Elle séduit également car toutes les études démontrent que cela fonctionne. Les gens qui poursuivent la croissance, qui poursuivent les highfliers, perdent inévitablement parce qu'ils ont payé un prix élevé. Ils perdent face aux gens qui ont plus de patience et plus de discipline. Troisièmement, il est facile de parler dans l'abstrait, mais dans la vraie vie, vous voyez des situations qui sont tout simplement mal évaluées, où une entreprise ignorée, négligée ou détestée peut être tout aussi attrayante que d'autres dans le même secteur. Avec le temps, la remise sera corrigée et vous aurez le vent dans le dos en tant que détenteur du stock.

Fixez-vous un objectif de rendement annuel ?

Nous pensons que c'est de la folie de viser un retour. Le retour réside dans une certaine relation au risque, bien qu'il y ait des moments où il est hors de contrôle, où vous pouvez faire un rendement élevé avec un risque très limité. À mon avis, vous pouvez cibler le risque par rapport au rendement. Donc, vous pouvez dire que je prendrai le très sûr 6 pour cent, je prendrai le 12 un peu risqué, ou je prendrai le 20 extrêmement risqué, sachant que 20 pourrait en fait être moins 20 au moment où les résultats réels sont connus. Nous ne pensons tout simplement pas que cibler un retour est intelligent.

Vous êtes le rédacteur en chef de la nouvelle édition de Security Analysis, la bible de l'investissement de valeur par Benjamin Graham et David Dodd, publiée pour la première fois en 1934. Leurs conseils sont-ils toujours d'actualité 75 ans plus tard ?

À aucun moment depuis 1934, cela n'a été aussi pertinent étant donné les turbulences financières et la détresse dans le monde et la possibilité que nous puissions revivre une sorte de grave ralentissement économique. Ce qui est merveilleux chez Graham et Dodd, c'est que leurs conseils sont intemporels. Et il ne s'agit pas seulement d'investir; c'est aussi penser à investir. Il vous enseigne essentiellement les questions que vous devez poser et fait des références infinies aux faiblesses de la nature humaine sur les marchés.

Compte tenu de l'effondrement récent du marché du crédit, avons-nous fait beaucoup de progrès pour trouver comment éviter les pièges signalés par Graham et Dodd ?

Non. Ce qui se passe, c'est que les gens veulent toujours croire que ce temps est différent, qu'il y a quelque chose de nouveau sous le soleil et que, par leur propre ingéniosité, ils peuvent souhaiter échapper au risque. L'idée que les primes de risque iraient à zéro, que nous surmontons en quelque sorte la nature humaine, est absurde. La raison pour laquelle notre système capitaliste fonctionne comme il le fait est qu'il y a des cycles et que les cycles s'auto-corrigent. Avec un excès trop important, vous obtenez finalement un ralentissement.

# Graham- and-Schlossville

*Archives pour l'investisseur dans la valeur*

L'explosion des actifs titrisés était donc une bombe à retardement ?

Il n'est pas étonnant que des produits sécurisés aient été créés. Il existe d'énormes incitations financières pour les personnes concernées. Ce qui est étonnant, c'est que quiconque les a réellement achetés. C'est parce qu'ils sont créés avec une idée unidimensionnelle de ce que l'économie et le monde vont faire. Si vous n'avez que de bons moments, la titrisation est extrêmement logique. Mais la titrisation, malgré tout le mélange et la diversification qu'elle vous apporte, vous donne également un manque de transparence. Donc, si vous avez un environnement comme celui que nous avons maintenant, les actifs qui ont été titrisés vous rendent en fait pire que s'ils étaient simplement détenus comme des prêts entiers.

La question sans réponse est de savoir comment les personnes les plus intelligentes au monde qui dirigent les grandes entreprises de Wall Street n'ont pas compris que ces produits étaient toxiques et finissent par se faire prendre avec eux dans leurs livres ?

En tant que président de la Fed, Alan Greenspan a-t-il contribué à créer la crise actuelle du marché du crédit?

Jusqu'à récemment, Greenspan semblait ignorer son rôle d'influence sur les marchés. En tant que président de la Fed, lorsqu'il a conseillé aux gens il y a peu d'années de souscrire des hypothèques à taux variable, il a aidé et encouragé les excès du marché du logement. Quand il a dit qu'il y avait une exubérance irrationnelle sur le marché en 1996, il avait fondamentalement raison. Mais ensuite, il n'a pas agi, même s'il avait de nombreux leviers qu'il aurait pu actionner sans rapport avec la modification des taux d'intérêt. Il aurait pu augmenter les exigences de marge, par exemple. Mais au lieu de cela, il est venu avec l'idée ridiculement boiteuse que les bulles doivent être autorisées à courir et que la Fed peut nettoyer le gâchis par la suite, ce qui n'a eu pour effet que de gonfler les bulles suivantes, notamment la bulle immobilière qui est venue à la suite de l'argent facile. Il est donc juste inconscient de l'impact de ses encouragements, et son inaction nous a plongés dans le terrible gâchis dans lequel nous nous trouvons aujourd'hui. Ce n'est pas entièrement de sa faute, mais je le tiens largement responsable de cela.

Comment Ben Bernanke et Henry Paulson (MBA '70) ont-ils réussi à gérer la crise financière?

Ils ont reçu une mauvaise main inimaginable. Si l'un d'entre nous était à sa place, nous ferions des choses similaires, bien qu'il soit raisonnable de supposer qu'une partie du problème auquel nous sommes confrontés aujourd'hui est le résultat des actions précédentes du gouvernement, et les actions du gouvernement d'aujourd'hui donneront lieu à de futurs problèmes comme bien.

La leçon devrait être que nous devons arriver à un point où nous n'avons pas besoin d'intervenir à l'avenir, car nous réalisons que l'intervention délivre également des messages incroyablement dangereux et crée un aléa moral géant. Bernanke et Paulson doivent se rendre compte que si nous devons intervenir lorsque les choses vont mal, nous allons également intervenir lorsque les choses vont bien et retirer le bol à punch avant que la fête ne soit trop avancée. L'intervention unilatérale est encore plus dangereuse. Cela créera un tas d'excès de plus en plus important qui nécessitera un renflouement encore plus important la prochaine fois.

# Graham- and-Schlossville

*Archives pour l'investisseur dans la valeur*

Le plan de sauvetage fédéral de 700 milliards de dollars, vendu comme plan pour acheter des titres adossés à des créances hypothécaires toxiques auprès des banques, était-il la bonne solution?

Il est essentiel de définir le problème que vous essayez de résoudre pour savoir si ce plan le résoudra. Le renflouement ne fait presque rien pour résoudre le problème spécifique de la baisse des prix des logements. Si le gouvernement veut vraiment s'attaquer à ce problème, il est crucial de rendre les capitaux disponibles afin que les banques puissent accorder des prêts sûrs. L'injection de 250 milliards de dollars dans les banques du pays est un grand pas dans cette direction.

Comment abordez-vous la philanthropie ?

Je suis un grand partisan de redonner. Nous avons tous l'obligation de laisser les choses mieux que là où nous les avons trouvées.

J'ai plus que ce dont j'ai besoin et plus que ma famille n'aura jamais besoin. Je travaille seulement maintenant pour la philanthropie. Donc tout ce que je fais est de redonner. En fait, l'une des choses que nous avons faites chez Baupost lorsque nous avons récemment embauché des clients supplémentaires était d'accepter uniquement les fonds et fondations pédagogiques. Nous avons pensé que nous bénéficierions davantage au monde en aidant ces organisations plutôt que des individus. Cette décision a été très importante pour moi et pour tous les partenaires du cabinet.

De plus, étant donné l'environnement financier extrêmement difficile dans lequel nous nous trouvons, je pense que les organismes de bienfaisance seront grandement touchés. C'est pourquoi il incombe à ceux qui peuvent intervenir et aider à combler le vide.