

LETTRE SEXTANT

Les leçons de Monsieur Dalio

Chers amis investisseurs,

2012 a été chez Amiral Gestion l'année de notre fonds européen, Sextant Europe, qui a progressé de plus de 28%. Investis sur les capitalisations de plus de 500 M€, il a été l'un des meilleurs de sa catégorie.

Pour tous les investisseurs Sextant, 2012 est aussi la reconnaissance du savoir-faire de votre équipe, puisque la Caisse des Dépôts et Consignations et 10 des plus grands assureurs européens nous ont confié un mandat de gestion sur les petites valeurs françaises.

Retour chez le Dentiste

Ce que je pourrai promettre à mon dentiste en 2013, c'est de coucher par écrit les valeurs de notre société. C'est très utile si on sort de la banalité avec des éléments un peu précis. Cela permet d'avoir de bonnes lignes de conduites et de construire ou plutôt solidifier une forte culture d'entreprise. On pourrait avoir au 9 avenue Percier quelque chose comme ça :



Depuis le credo mythique de Johnson & Johnson écrit en 1943 par Robert Wood Johnson lui-même, le fondateur de l'entreprise qui inventa le Baby Powder, écrire les valeurs de son entreprise est devenu un passage obligé aux USA. Ce n'est pas si facile que cela, et personne ne pourra probablement faire mieux que Monsieur Robert.

Pourquoi ne pas commencer par écrire (dans le désordre) : nous nous attacherons à identifier et analyser nos erreurs et nos faiblesses malgré la difficulté et le faible agrément de cet

exercice. Nous chercherons sans complaisance des solutions pour nous améliorer, transformer faiblesses en points forts et apprendre au maximum de nos erreurs.

Évidemment, ce n'est pas très facile de reconnaître ses erreurs, surtout dans notre métier où elles se traduisent directement par des moins-values pour nos clients et notre épargne. Voici ce qu'en pense Ray Dalio, l'un des meilleurs investisseurs du monde, le patron d'un hedge fund américain qui gère désormais près de 100 milliards de dollars (!!!).

*"J'ai appris que l'image populaire du succès - qui ressemble à une photo de magazine d'un personnage sortant d'un catalogue de Ralph Lauren, assortie d'un CV reprenant tous ses accomplissements, les meilleures notes de la maternelle à polytechnique - est une fausse image des gens qui ont réussi. J'ai rencontré un certain nombre de personnes formidables et j'ai appris qu'aucun d'entre eux n'est né brillantissime - ils ont tous fait beaucoup d'erreurs et avaient de nombreuses faiblesses - et que les personnes formidables le deviennent en regardant en face leurs erreurs et faiblesses et en comprenant comment les surmonter. J'ai donc appris que les gens qui profitent des obstacles douloureux de leur vie, apprennent plus et obtiennent ce qu'ils veulent plus rapidement que les gens qui ne le font pas. Ce sont eux qui réussiront, et c'est eux que je veux à mes côtés ».**

Je ne suis pas sûr que Ray Dalio souhaite m'avoir à ses côtés, je crois que la Caisse Régionale du Crédit Agricole du Morbihan ne l'intéresse pas du tout. En revanche, je m'intéresse évidemment au succès de Ray Dalio, et à son approche sur les erreurs et les faiblesses. Ça ne fait pas plaisir, mais malgré tous les succès de notre société, nous n'avons pas été très performants depuis 5 ans.

Si mon dentiste avait acheté nos fonds en juillet 2007, je crois que je courrais encore plus vite que Dustin Hoffman. Notre travail sur l'international n'a pas encore porté ses fruits. Notre fonds Sextant PEA, s'il n'a pas démerité (+21% sur 3 ans au 31/12/12), se retrouve à distance des premières places qu'il avait l'habitude d'occuper de 2002 à 2007. Seul notre fonds Grand Large a retrouvé ses plus hauts d'avant la crise grâce à un travail de fond pour le rendre plus résistant aux soubresauts du marché et capable de tenir ses engagements patrimoniaux sur le long-terme. Il est important de comprendre et de continuer à mettre tout en place pour retrouver le chemin de la surperformance sur chacun des fonds.

Je dirai que notre travail n'a d'intérêt que si nous sommes capables de battre les indices. Dans le cas contraire, il deviendrait très ennuyeux pour vos gérants, et fort peu rentable pour nous tous, les porteurs de part. Nous sommes en quelque sorte condamnés à surperformer. Nous sommes des investisseurs et comme vous, nous voulons d'excellents résultats sur le long-terme.

Nous devons reconnaître que sur l'international, nous sommes allés un peu vite, sans avoir su choisir les bons filtres face à un univers, passionnant de par sa diversité, mais presque vertigineux de par sa profondeur et toutes ses composantes (géographique, sectorielle, culturelles...). En 2003, nous avons eu une excellente vision sur les pays émergents et sur l'énergie, mais nous nous sommes du coup éloignés de notre savoir-faire fondamental de stock-picking. Il ne s'agissait plus d'aller visiter des entreprises à Grenoble ou Nancy, ou de participer à des réunions SFAF rue de Penthièvre, mais de rencontrer des dirigeants aux quatre coins du monde, et de faire le tri sur des business forcément plus complexes à évaluer. Notre pari était assez simple : si on élargit le tamis, nous aurions certes une plus faible proximité, mais des prix beaucoup plus bas. Plus de choix, plus de prix bas. Nous avons trop misé sur les prix, pas assez sur la qualité.

Pourquoi nous restons optimistes, et méritons toujours votre confiance.

Il y a des cycles économiques, il y a aussi des cycles liés aux styles d'investissement de chacun. On peut échapper aux premiers par une bonne vision, mais logiquement pas aux seconds. Les pertes de savoir-faire de tel ou tel investisseur, à commencer par Buffett lui-même, sont régulièrement annoncées par les observateurs. Nous avons déjà assez largement évoqué ces situations dans nos lettres précédentes. Une période de sous-performance relativement longue est très probable pour tous les investisseurs, même les plus performants, et nous l'avons toujours annoncé nous concernant, à plusieurs reprises (lettres, interview ...).

En dynamique, on peut dire que les petites capitalisations sont restées à l'écart du rallye boursier de 2012, et nous pensons qu'il s'agit plutôt d'une très belle opportunité d'investissement. Il y a toujours des forces de rappel, à commencer peut-être par des mesures fiscales que pourrait mettre en place le gouvernement pour favoriser l'investissement dans les PME, le fameux PEA PME. Il y a aussi les OPA, les retraits de la cote, les modes boursières qui se renversent, bref, tout change mais rien ne change.

Sur l'international, nous avons largement amélioré notre process par un travail permanent, notamment sur la « note qualité » des dossiers. Nous avons également abandonné toute idée de thème et largement diversifié notre approche géographique pour que Sextant Autour du Monde reflète mieux notre travail de stock picking. Nous travaillons enfin beaucoup plus sur la proximité avec les entreprises. Non pas sur la proximité physique, mais sur un lien qui nous permette de nous rapprocher de la culture, du produit, du management. Dans le cas d'une grande entreprise, c'est relativement facile. Idem sur l'internet. Tout le monde est proche du business de Google, de Facebook ou de Coca-Cola. Sur une entreprise plus locale, nous recherchons notamment des liens produits très forts qui nous permettent d'avoir un avantage compétitif dans la compréhension du business model.

Plus généralement, notre équipe est sur une courbe d'expérience et de progression optimale, puisque les plus jeunes d'entre nous (trois partenaires) ont désormais entre cinq et huit ans de travail intensif chez Amiral Gestion. Les vieux ont passé la cinquantaine...

Pour la prochaine lettre, on annonce déjà quelques nouvelles valeurs du credo à inscrire dans le marbre. Si vous connaissez un bon sculpteur...

À bientôt,

François Badelon

** Ce n'est pas très facile de traduire, c'est un vrai métier. Voici, pour les plus exigeants, le texte original de Ray Dalio: "I learned that the popular picture of success—which is like a glossy photo of an ideal man or woman out of a Ralph Lauren catalog, with a bio attached listing all of their accomplishments like going to the best prep schools and an Ivy League college, and getting all the answers right on tests—is an inaccurate picture of the typical successful person. I met a number of great people and learned that none of them were born great—they all made lots of mistakes and had lots weaknesses—and that great people become great by looking at their mistakes and weaknesses and figuring out how to get around them. So I learned that the people who make the most of the process of encountering reality, especially the painful obstacles, learn the most and get what they want faster than people who do not. I learned that they are the great ones—the ones I wanted to have around me."*