



LA PHILOSOPHIE DES LETTRES SEXTANT

Les Lettres Sextant : les meilleurs témoins de notre philosophie d'investissement.

Jour après jour, nous « vivons » notre philosophie d'investissement et nos lettres en sont les meilleurs témoins. En voici quelques extraits :

LES LEÇONS DE BENJAMIN GRAHAM : DES LECTURES TRÈS ENRICHISSANTES....

Benjamin Graham et le nouveau marché - Plus Mort que Vif – Lettre d'octobre 2002

La lecture des articles publiés par Graham en 1932 nous a permis de racheter à tour de bras en octobre 2002 des titres qui valaient moins que leur cash. Ces mêmes articles nous apprennent aussi comment les marchés deviennent excessifs, et peuvent reproduire les mêmes erreurs à 70 ans de distance. Étonnant.

Ne vous inquiétez pas, je suis en pleine santé. Ma tête n'est pas non plus mise à prix par la COB. Mais pris de quelques inquiétudes de voir disparaître en fumée vos économies, alors que tous les journaux financiers prévoyaient la fin du monde il y a encore quelques semaines, je me suis à nouveau tourné vers le passé pour tenter de trouver un peu de réconfort. Quand tout va mal, je relis les grands prophètes.

C'est en juin 1932 que Benjamin Graham, immense parmi les grands, père de tous les analystes financiers, publia dans le magazine Forbes une série d'articles tout à fait étonnante, intitulée : « *Is American Business Worth More Dead Than Alive ?* ». Elle marqua la fin de la baisse de l'indice Dow Jones. Celui-ci atteignit son point bas un mois plus tard, en juillet 1932, après avoir perdu plus de 90% de sa valeur depuis 1929.

Le Nouveau Marché vaut-il plus mort que vif ?

C'est le titre de l'article que Ben Graham aurait pu écrire aujourd'hui. A quelques dates et noms de sociétés près, il aurait probablement écrit exactement la même chose. Jugez-en plutôt :

« Scores of common stocks are selling for less than their pro rata of cash in the company's treasury. Corporations still have large unused cash balances furnished by their stockholders in the New Era days (....) If market quotations discount huge cash reserves due to probable long-continued future losses then shouldn't the stockholder demand liquidation before his money is thus dissipated? »

Étonnant n'est-ce pas? Je pensais qu'en 1932, les entreprises Américaines étaient toutes au bord de la faillite. En réalité, Graham nous explique qu'elles profitèrent des formidables hausses de cours, de 1928 à 1929, pour réaliser de fructueuses augmentations de capital. Malgré des pertes en 1931, il restait pas mal d'argent dans les caisses. Et comme les cours avaient divisé par 10, les titres valaient



souvent moins que le cash dont disposaient les entreprises ! Avec une explication : le marché craignait que les pertes soient éternelles et que le cash s'envole en fumée. 70 ans plus tard, le parallèle est saisissant avec les entreprises du nouveau marché : en 2000, elles se sont introduites par augmentation de capital à des niveaux de valorisations très élevés, récoltant d'abondantes trésoreries. Après des pertes en 2001, et grâce à des cours divisés par 10, les titres valent parfois moins que leur cash...

Pour justifier les hausses de cours de 1929, Graham nous révèle que les idées « révolutionnaires » de l'an 2000 existaient déjà soixante-dix ans plus tôt (in french) : « *Deux idées crédibles et apparemment innocentes – la première que les bonnes entreprises constituent de bons investissements, la deuxième que leur valeur dépend de leur capacité à générer du résultat (earning power) – ont été exploitées et transformées en frénétiques paroles d'évangile financier qui finirent par convertir tous nos investisseurs en spéculateurs, (...), en produisant des méthodes comptables tordues et des méthodes de valorisation totalement irrationnelles.* »

On se souvient bien sûr en 2000 de la fameuse valorisation par abonnés, ou encore de celle par l'EBITDA, ou bien de la trop fameuse comparaison boursière (c'est trop cher, mais comme c'est moins cher, ça vaudra encore plus cher). Apparemment les spéculateurs de 1929 étaient eux aussi très créatifs en la matière.

Graham remarque qu'après avoir totalement occulté l'étude des bilans des entreprises en 1929 (et qui s'est aperçu en 2000 que France Telecom, Vivendi et Infogrames courraient à la catastrophe bilantielle ?), les actionnaires de 1932 continuaient à ignorer superbement l'étude de ces derniers : « *Puisque la valeur des entreprises a fini par être exclusivement associée avec leur capacité à générer du résultat, les actionnaires ne prêtent plus la moindre attention aux actifs détenus par les sociétés – pas même le cash à la banque.* »

En 1931 la plupart des entreprises américaines perdirent de l'argent. Elles furent alors valorisées avec un nouveau concept, le « *Losing Power* », menaçant de dissiper la richesse des entreprises. Les cours de bourse ayant été divisés par dix de 1929 à 1932 (par douze de 2000 à 2002 pour le nouveau marché), la valeur des sociétés était (pour un tiers d'entre elles) inférieure à leur actif circulant net, voire à leur cash.

Benjamin Graham aurait-il acheté AuFeminin.com (1,45 euros de cash par action pour un cours de 1,12) ou AdPepper Media (2,80 euros de cash par action pour un cours de ... 1 euros !) ? Voilà en tout cas ce qu'il aurait pu en dire : « *Surely the owners of a business have a better alternative than to give its present cash away, for fear that it is later going to be dissipated (...). Evidently stockholders have forgotten more than to look at balance sheets. They have forgotten also that they are owners of a business and not merely owners of a quotation on the stock ticker.* »

L'incroyable M. Marché - Lettre d'Août 2003

Lire et relire Graham et Buffett, voilà ce qui nous a permis de faire de très belles affaires. L'histoire de Mr Marché nous explique comment profiter de la volatilité des marchés.

« Ben Graham, mon ami et maître, décrivait il y a longtemps l'attitude mentale envers les fluctuations du marché que je croie être la plus propice aux investissements fructueux. Il affirmait que l'on devrait imaginer les cotations du marché comme venant d'un bonhomme particulièrement accommodant nommé Mr. Marché, qui serait votre partenaire dans une entreprise privée. Sans faute, Mr. Marché se manifeste tous les jours et annonce un prix auquel il achètera votre participation ou bien vous vendra la sienne.



Bien que votre entreprise commune puisse avoir des caractéristiques économiques stables, les cotations de Mr. Marché ne le seront en aucun cas. Car, et c'est triste à dire, le pauvre homme souffre de troubles émotionnels incurables. Parfois, il se sent euphorique et ne voit que les facteurs favorables qui influent sur la marche de l'entreprise. Quand il est dans cet état d'esprit, il annonce des prix de vente ou d'achat très élevés, de peur que vous ne vous portiez acheteur de sa participation et le priviez de gains imminents. Parfois, il est au contraire déprimé et sa vision pessimiste ne lui laisse entrevoir que les nuages qui s'amoncellent sur l'entreprise et le monde en général. Il annoncera alors des prix très bas, de peur que vous ne lui vendiez votre participation dans l'entreprise au détriment de ses propres intérêts.

Mr. Marché possède un autre trait de caractère attachant : Être ignoré ne le dérange nullement. Si aujourd'hui ses cotations ne vous intéressent pas, eh bien il sera de retour demain avec un prix différent. Les transactions sont laissées à votre appréciation uniquement. Dans ces conditions, plus il manifeste un état maniaco-dépressif, mieux vous vous portez.

Mais, tout comme Cendrillon au bal, vous devez vous montrer vigilant, sous peine de vous retrouver avec citrouille et souris : Mr. Marché n'est pas là pour vous guider, mais pour vous servir. C'est son portefeuille qui vous sera utile, et non sa sagesse. Si un beau jour, d'une humeur complètement fantasque, il vous rend visite, vous serez libre de l'ignorer ou bien de profiter de lui, mais si vous tombez sous son influence, vous devrez en assumer les conséquences à tout coup désastreuses. En effet, si vous n'êtes pas certain de comprendre et d'apprécier votre entreprise mieux que Mr. Marché, alors vous n'êtes pas à votre place dans le jeu. Comme on dit au poker, « Si vous jouez depuis une demi-heure et que vous ne savez toujours pas qui est le pigeon, alors ne cherchez plus, le pigeon, c'est vous ! ». »¹

LE PÉRIMÈTRE DE COMPÉTENCE

Bilan 2003 et conversation avec M. Marché – Lettre de Janvier 2003

Le Périmètre de Compétence : en apparence le concept le plus simple, puisqu'il suffit de ne s'intéresser qu'aux entreprises que l'on comprend bien. En réalité, c'est probablement le plus dur à définir, puis à respecter. Comment en effet définir le niveau de compréhension exigé ? Puis comment être sûr d'avoir bien appréhendé tous les rouages des modèles économiques ? En ce qui me concerne, je préfère avant tout les entreprises qui proposent des services ou des produits directement préhensibles au consommateur que je suis. Camaïeu, Aufeminin.com et ADLP sont des entreprises dont vous pouvez vous-même utiliser régulièrement les services.

LA CONCENTRATION DU PORTEFEUILLE

A chaque début d'année, nous analysons nos erreurs des douze derniers mois. En 2004, nous avons eu « trop » d'idées. Nous n'avons pas respecté une de nos grandes règles : concentrer nos portefeuilles sur de réelles convictions, sur des paris à très forte espérance de gains, et éviter de spéculer en rêvant sur des idées que nous maîtrisons mal. Charlie Munger dans le texte ci-dessous nous explique que le grand principe pour gagner ses paris, en bourse comme sur les champs de courses, c'est de savoir ne rien faire la plupart du temps, et miser gros sur les belles occasions.

¹ Warren Buffett, in Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc, 1987



Bilan de l'année 2004 – Lettre de Février 2005

Faute avouée est à moitié pardonnée

Flagellation publique, obligation de porter un costume cravate, condamnation à retourner à Omaha se prosterner devant Kiewit Plaza ? Nous serions prêts à tout pour ne plus jamais commettre les grossières erreurs du premier semestre 2004. Nous les avons brièvement évoquées dans notre lettre de juin dernier. Avec le recul, nous avons essayé de les analyser, de comprendre pourquoi et comment nous avons pris de mauvaises décisions. Comme toujours, la lumière vient de la lecture des grands maîtres. Écoutons l'un des plus grands d'entre eux, l'immense « Charlie » Munger, qui fit en 1994 un speech très remarqué aux étudiants de *l'University of South California* (attention, c'est de l'Américain parlé, pas toujours facile à traduire !) :

Pour tenter de simplifier ce qui se passe sur le marché des actions, j'aime prendre le modèle du système des paris mutuels des courses hippiques. Si vous y réfléchissez, un système de paris mutuels est un marché. Les joueurs se rendent sur place et parient, et la cote varie en fonction des mises pariées. C'est exactement ce qui se produit à la Bourse.

N'importe quel quidam peut comprendre qu'un cheval avec un excellent track record et monté par un poids plume a bien plus de chance de remporter la course qu'un cheval au palmarès désastreux monté par un joueur de sumo. Mais si vous examinez la cote, le mauvais cheval rapporte 100 contre 1, alors que le bon cheval est à 2 contre 1. Si bien que, statistiquement, le meilleur pari n'est pas le plus évident, si l'on en croit les formules de Fermat et de Pascal (bien sûr, vous les connaissez, n'est-ce pas ? NDT)

Ensuite, l'hippodrome prélève 17 % sur les gains. Donc, non seulement vous devez surpasser tous les autres parieurs, mais vous devez les devancer avec une marge suffisante pour permettre le prélèvement de 17 % en moyenne sur vos mises brutes, au profit de l'établissement !

Compte tenu de ces calculs, est-il possible de battre le système à l'aide de sa seule intelligence ? L'intelligence devrait procurer un avantage, car de nombreuses personnes qui n'y connaissent rien tentent leur chance avec de simples chiffres porte-bonheur, comme la date d'anniversaire de leur belle mère. Par conséquent, un turfiste avisé qui se concentrerait uniquement sur la performance des chevaux, pourrait avoir un avantage vraiment considérable, en l'absence des coûts frictionnels engendrés par l'établissement.

Malheureusement, le seul avantage qu'un bon turfiste obtient dans la plupart des cas est la réduction de sa perte moyenne sur une saison de courses, des 17% qu'il perdrait s'il avait un résultat moyen à peut être 10%. Toutefois, il existe des gens qui gagnent aux courses....

Or l'unique point commun de tous les gagnants est relativement simple : ils parient très rarement.

Il n'est pas donné à l'être humain d'avoir assez de talent pour connaître tout sur tout, tout le temps. En revanche, celui qui travaille beaucoup – qui observe et passe le monde au crible à la recherche d'une mauvaise évaluation – parvient parfois à en trouver une. Lorsque le monde leur offre cette opportunité, les joueurs avisés mettent gros sur la table. Ils parient de fortes sommes lorsqu'ils ont une cote très favorable. Et le reste du temps, ils ne parient pas.

C'est un concept très simple. Pour moi il est évidemment valable, en s'appuyant sur l'expérience du système des paris mutuels, mais pas seulement. Pourtant dans la pratique, dans la gestion d'actifs, personne ne fonctionne de cette manière. Or, Buffett et moi-même fonctionnons de cette manière. Et nous ne sommes pas les seuls au monde. Mais une grande majorité des gens ont d'autres schémas délirants en tête. Au lieu d'attendre des occasions évidentes et de miser massivement ils souscrivent apparemment à la théorie suivante : en travaillant plus ou en engageant plus d'étudiants d'écoles de commerce, ils pensent qu'ils finiront par savoir tout à propos



de tout et à tout moment. Pour moi, c'est complètement insensé. La seule manière de gagner est de travailler, travailler, et encore travailler, et d'espérer avoir quelques bonnes idées.

De combien d'idées lumineuses avez-vous besoin ? Et bien, je dirais : il n'en faut pas beaucoup au cours d'une vie. Si vous regardez Berkshire Hathaway et ses milliards accumulés, ses dix meilleures idées expliquent la majeure partie de sa fortune. Et ce avec un homme remarquablement brillant qui a consacré sa vie à cela (Warren est bien plus habile que je ne le suis, et très discipliné). Je ne veux pas dire qu'il n'a eu que dix bonnes idées, je dis simplement que la plus grande partie de sa fortune tire son origine de ces dix idées.

Ainsi, vous pouvez obtenir des résultats remarquables en matière d'investissements si vous pensez davantage comme un bon turfiste. Imaginez une course délirante, des chevaux épuisés montés par des jockeys obèses, et un bon petit cheval en retour de forme avec une cote de 100 contre 1. Vous ne serez probablement pas assez astucieux pour en trouver des milliers au cours de votre vie. Alors mettez le paquet, misez gros. C'est aussi simple que cela.

Lorsque Warren donne des conférences dans les écoles de commerce, il dit : « Pour améliorer radicalement votre épargne, il me suffirait de vous donner une carte comportant seulement 20 cases à cocher, représentant tous les investissements que vous pourriez faire dans votre vie. Et une fois que vous auriez coché toutes les cases, vous ne pourriez plus faire d'investissements supplémentaires. En respectant ces règles, vous feriez vraiment attention à ce que vous faites et seriez contraints de miser après avoir mûrement réfléchi. Vous obtiendriez de bien meilleurs résultats. »

PROFITER DE LA VOLATILITÉ DES MARCHÉS ET ACCEPTER DE PERDRE À COURT TERME

Les meilleurs investissements en bourse sont le plus souvent ceux sur lesquelles on commence par perdre de l'argent. Il faut souvent se réjouir de voir le cours de bourse de ses valeurs favorites baisser. Car plus on perd, plus on risque de gagner. Voici pourquoi.

Qui perd gagne – Lettre de juin 2002

Dans ma lettre de mars, je citais Warren Buffett qui affirmait en 1974 : « *now is the time to get rich* ». *Rich, yes*, mais quelques années plus tard. En 1974, il s'est surtout appauvri. En août 1973, le Boston Globe s'introduisit en bourse, à 10 \$ l'action. Notre ami Warren, persuadé de la valeur très supérieure de cette société, s'empressa d'acheter quantités de titres. C'est avec la plus grande joie qu'il vit son investissement baisser de 50% un an et demi plus tard, l'action s'étant progressivement effondrée jusqu'à 5\$. Il en fut de même pour ses achats sur le Washington Post, 40% de baisse. Une paille ! Mais quelle chance pour sa fortune future ! Bien entendu, il continua à acheter, et quelques années plus tard il était devenu l'homme le plus riche du monde. Simple n'est-ce pas ? Les conclusions de cette histoire :

1. Je ne suis pas Warren Buffett
2. Vous ne serez jamais l'homme le plus riche du monde
3. Plus un bon investisseur « value » perd, plus il gagnera

Cette dernière conclusion mérite quelques explications. Si vous repérez une entreprise sous-évaluée par le marché, c'est que ce dernier ne fait plus son travail de « marché efficient ». Et plus la sous-évaluation est flagrante, plus le marché a manifestement perdu ses repères. Si vous achetez des actions de cette entreprise, vous ne pouvez espérer que le marché redeviendra raisonnable dès le lendemain, et que le titre remonte. En fait, vous pouvez plus sûrement espérer le contraire. Les spécialistes de la



volatilité nous expliquent en effet que plus un titre est volatil, plus il est dangereux d'en acheter. Ce qui veut dire que plus un titre a baissé, plus il a de chance de continuer à baisser. Une véritable histoire de fous ! Et c'est tant mieux. Lorsque vous allez le samedi matin acheter des tomates pour le repas dominical, souhaitez-vous que les prix soient plus chers ou moins chers que la semaine précédente ? Pourquoi auriez-vous une autre attitude quant à la constitution de votre épargne ? Le prix de Sextant PEA est en baisse ? Tant mieux !

Même si je ne suis pas Warren Buffett, il m'est arrivé de faire de très belles plus-values. Et effectivement, perdre à court terme est logiquement la meilleure façon de gagner de l'argent. Exemple : début 2000, j'achète du Sodexo Marriot Services (SMS) à 16\$. Quelques mois plus tard, le CAC est passé de 5000 à 6400 (+30%). SMS s'est effondré à 10\$! Bravo, belle opération, perdre 40% quand le marché monte de 30%, très fort ! Oui, mais s'il m'était impossible de comprendre la hausse du CAC 40, il m'était très facile de connaître la véritable valeur de SMS : la maison mère (Sodexo) annonçait depuis 2 ans une OPA sur sa filiale US pour 2001. Les analystes couvrant Sodexo conseillaient l'achat de cette valeur précisément parce que cette OPA annoncée sur sa filiale serait très relative jusqu'à 30\$. Inspiré par la joie contagieuse de WB, je fus ravi de racheter quelques actions SMS à 11\$. Début 2001, l'OPA fut lancée, à 32\$. Il est encore un peu tôt pour vous raconter de belles histoires similaires sur votre fonds qui n'a que 5 mois d'existence. Mais patience, cela viendra (en commençant malheureusement par les 40% de baisse...).

On ne croyait pas si bien dire. Trois mois plus tard, en octobre 2002, nous avons pu racheter nos valeurs favorites Internet après une baisse de 40% depuis cette lettre de juin ! En 2005, elles avaient en moyenne multiplié leur cours par...10 !

Volatilité et Orangs Outang – Lettre de septembre 2004

Bonne Etoile et Volatilité

La volatilité, de quoi s'agit-il ? Pour simplifier, on dit qu'une action est volatile lorsqu'elle connaît de fortes variations. La volatilité est simplement une mesure historique de ces variations. Par exemple, une Sicav Monétaire n'est pas volatile : elle monte d'environ 0.2% par mois. En revanche, l'action France Telecom est très volatile. Introduite en 1997 à 28.5€, elle est montée à plus de 200€ en l'an 2000 avant de s'effondrer à 8€ en 2002, pour finalement coter 19€ il y a quelques jours.

Les professionnels de la gestion de fortune se passionnent pour la volatilité. Ils recherchent des produits peu volatils et performants, et on les comprend. Car la volatilité peut être source de situations inconfortables : du stress et des erreurs de jugement. Notre ami Mr Marché déteste la volatilité : dans la baisse il panique, dort mal et finit par vendre au plus bas. Dans la hausse il s'énerve, regrette de ne pas participer à la fête et finit par acheter au plus haut.

En réalité, la volatilité est l'ennemi du spéculateur et l'ami de l'investisseur. Le spéculateur prend des paris sur ce qu'il ne maîtrise pas. En cas de forte baisse, il panique. D'ailleurs les spéculateurs professionnels revendent très vite leurs positions en cas de baisse, ils savent « se couper un bras ». L'investisseur a des convictions, il croit en ses idées. En cas de baisse, il est heureux, il achète. L'investisseur peut jouer à qui perd gagne (voir notre lettre de juin 2002). Le spéculateur cherche à suivre des tendances, des modes. En cas de baisse il n'a plus de repère. Il ne peut que vendre, ou prier pour que ça remonte.



La volatilité des FCP SEXTANT

« Je préfère gagner en moyenne 14% par an avec une forte volatilité que 13% avec une faible volatilité » (Warren Buffett). Nous aussi ! En réalité, vous devez savoir que nous ne nous préoccupons pas du tout de la volatilité de nos FCP. D'ailleurs nous ne la mesurons même pas (et pourtant elle est parait-il remarquable !). Certaines sociétés de gestion font tout le contraire : elles passent plus de temps à gérer la volatilité de leurs fonds qu'à rechercher la performance.

SUR NOTRE ÉQUIPE DE GESTION

Pèlerinage à Omaha – Lettre d'avril 2004

...nous travaillons dans un environnement idéal :

Notre équipe est proche du nombre idéal de personnes pour prendre de bonnes décisions. Nous sommes trois gérants, 100% dédiés à l'investissement. Nous avons un stagiaire et une précieuse assistante qui nous décharge de toute tâche administrative. Nous ne faisons pas de commercial, nous ne démarchons aucun client. D'ailleurs, nous n'avons pas de client. Vous êtes comme nous des investisseurs dans les FCP Sextant. Et c'est beaucoup plus important, car nous avons les mêmes intérêts.

Nous jouissons d'une grande liberté de manœuvre par rapport à nos confrères. Nous n'avons pas de hiérarchie qui pourrait nous demander des comptes sur des sujets qu'elle ne maîtrise pas. Nous ne pouvons pas être licenciés si nous faisons moins bien que le CAC sur un ou deux ans (ce qui nous obligerait à « faire » le CAC). Enfin et surtout, nous ne sommes pas contraints par des objectifs de marketing : ne pas s'éloigner de plus de 2 ou 3% de la performance de l'indice, ou bien investir uniquement dans des entreprises de croissance, ou encore une spécialisation sectorielle.

En résumé, il n'y a pas de contrainte qui nous empêcherait de prendre des décisions de bon sens pour respecter un impératif qui n'aurait rien à voir avec la performance.

De 2002 à 2004, nous avons fait d'excellentes performances. De la chance ou du savoir-faire ? La réponse dans une histoire simiesque imaginée par Buffett ?

Volatilité et Orang Outangs - Septembre 2004.

Un peu de probabilité sur notre savoir-faire

Dans les années 70, les plus beaux esprits de la finance moderne (prix Nobel etc...) ne juraient que par la théorie des marchés efficients. Cette théorie prétend que toute société cotée est valorisée à l'instant T à sa juste valeur par le marché, intégrant toutes les informations disponibles à ce même instant T. Les cours ne devaient donc fluctuer raisonnablement qu'en fonction de diverses nouvelles, économiques, politiques, ou directement liées aux entreprises (publications, annonces produit etc...). C'est cette théorie qui est toujours enseignée dans nos universités. On apprend donc à nos jeunes financiers qu'il est inutile de réfléchir, puisque le marché le fait pour nous : il valorise tout seul, et précisément, tous les actifs cotés. Impossible donc de faire de bonnes affaires en bourse autrement qu'en suivant l'indice, sauf si l'on est initié, ou si comme les gérants des FCP Sextant, on a beaucoup



de chance. Une très belle théorie. Mais il y a un hic : comment se fait-il que tous les disciples de Buffett et Graham aient de la chance ?

En 1984, notre maître Warren fit un discours à l'université de Columbia : « *The SuperInvestors of Graham-and-Doddsville* ». Il imagina une compétition nationale de pile ou face : tous les américains (225 Millions à l'époque) joueraient à pile ou face au lever du soleil. Les vainqueurs (ceux qui ont joué face, soit statistiquement 50% des joueurs) rejoueraient le lendemain et ainsi de suite. Au bout de 20 jours, il resterait 215 joueurs surdoués qui auraient réussi à jouer face 20 fois de suite. De nouveaux héros. Sauf que des orangs-outangs auraient obtenus le même résultat ! C'est ainsi que les grands maîtres de la théorie des marchés efficients qualifiaient les investisseurs performants : des orangs-outangs chanceux. Mais Buffett faisait tout de même une remarque : que diraient les scientifiques si sur ces 215 gagnants, 40 venaient du même zoo d'Omaha, Nebraska ? « *I think you will find that a disproportionate number of successful coin-flippers in the investment world came from a very small intellectual village that could be called Graham-and-Doddsville. A concentration of winners that simply cannot be explained by chance can be traced to this particular intellectual village* »²

Nous ne sommes pas très sûrs d'avoir trouvé le village de Buffett Ville. Peut-être en rechercherons-nous le chemin jusqu'à la fin de nos jours ! Mais c'est déjà pour vous une garantie, une véritable sécurité. Et pour nous aussi : statistiquement, les adeptes de Buffett réussissent bien sur le long terme. Il y a quelques années, lorsque j'étais broker, un de mes clients m'a emprunté mes rapports annuels de Berkshire Hathaway : « *je vais participer à la création d'une société de gestion, nous allons faire du Buffett* ». Cet ancien client ne m'a jamais rendu mes rapports annuels, mais il est aujourd'hui dans l'une des sociétés de gestion les plus performantes de Paris, Pastel&Associés. Mr Pastel est parait-il un excellent gérant, est-il aussi un orang-outang ? Peut-être, mais nous devrions partager la même cage.

SUR NOTRE GRAND MAÎTRE, WARREN BUFFETT, ET LES LEÇONS QUE NOUS AVONS RETIRÉES DE NOTRE PÈLERINAGE À OMAHA.

Pèlerinage à Omaha – Lettre d'Avril 2004

La leçon du Samouraï :

« Nombreuses sont les personnes qui donnent des conseils mais rares sont celles qui les reçoivent avec reconnaissance, et encore plus rares celles qui les suivent. Après l'âge de 30 ans, l'homme devient en général imperméable aux conseils. Quand les conseils ne l'atteignent plus, il devient vite prétentieux et égoïste. Il ajoute, pour le reste de ses jours, l'impudence à la sottise, ce qui causera irrémédiablement sa perte. C'est pourquoi, il est indispensable de découvrir quelqu'un capable de discernement, de se lier à lui afin de recevoir son enseignement. » (Hagakure, Le Livre Secret des Samouraïs)

² « Vous allez vous rendre compte qu'un nombre disproportionné de bons joueurs de pile ou face dans le monde de l'investissement viennent d'un tout petit « village » intellectuel que l'on pourrait appeler Graham-and-Doddsville. La forte concentration de gagnants que l'on peut y trouver ne saurait être le fruit de la chance. »



Chez Amiral Gestion, nous avons tous plus de 30 ans, l'impudence et la sottise nous guettent. Mais, vous le savez, nous avons découvert notre maître, nous cherchons à nous lier à lui (*we love you Warren*), et à recevoir son enseignement. Chaque année d'ailleurs, il nous envoie son message de sagesse, le rapport annuel de Berkshire Hathaway, que nous lisons et relisons religieusement. Cette année, au lieu d'attendre de le recevoir par la poste, nous avons envoyé un des nôtres le chercher là-bas, loin de chez nous, au pays de la surperformance absolue.

Pèlerinage à OMAHA

Simple à comprendre, difficile à appliquer, la philosophie de Warren Buffett est notre bible de l'investissement. Si nous recherchons son enseignement, nous ne sommes que des disciples, et comme de vrais disciples, nous doutons parfois de la parole de notre maître, voir nous la trahissons. Je vous ai déjà raconté certains écarts de conduite. Il y en a eu d'autres. Malgré nos promesses. Tous n'ont pas été coûteux, parfois nous avons eu de la chance. Mais ce n'est pas une raison. Pour ses fautes, François Badelon a été condamné à passer un week-end à Omaha, Nebraska. Il a dû se prosterner devant Kiewit Plaza³, faire trois fois le tour à genoux de la maison du prophète, acheter une commode Louis XV chez Nebraska Furniture Mart, avouer sa nationalité française en plein middle-west, et chanter en chœur avec 20.000 actionnaires l'air bien connu à Omaha de « Berkshire, Berkshire Hathaway », écrit par Susie Buffett (Madame, plus riche que vous et les Beatles réunis).

Les enseignements du voyage ? Discipline, discipline, toujours de la discipline. Suivre la philosophie de Buffett est parfois un peu frustrant et fatigant. On voudrait bien se lâcher, suivre les conseils du premier gourou venu, tenter sa chance en suivant un trend boursier à la mode (tout le monde gagne, pourquoi pas moi ?). Mais non, il faut être patient et travailler. Investir et non spéculer.

« *What you learn from history is that people don't learn from history* » (WB en direct à Omaha). Pourquoi ? Probablement parce que les gens recherchent des situations similaires alors qu'il faut rechercher des modèles similaires (modèle dans le sens de modèle mathématique et non dans le sens de modèle à imiter). Ainsi un des modèles les plus fameux de l'histoire et le plus important à reconnaître est celui du chef (un peu trop) charismatique :

« Il faut (...) nous méfier de ceux qui cherchent à nous convaincre par d'autres voies que par la raison, autrement dit des chefs charismatiques : nous devons bien peser notre décision avant de déléguer à quelqu'un d'autre le pouvoir de juger et de vouloir à notre place. Puisqu'il est difficile de distinguer les vrais prophètes des faux, méfions-nous de tous les prophètes ; il vaut mieux renoncer aux vérités révélées, même si elles nous transportent par leur simplicité et par leur éclat ; même si nous les trouvons commodes parce qu'on les a gratis. Il vaut mieux se contenter d'autres vérités plus modestes et moins enthousiasmantes, de celles que l'on conquiert laborieusement, progressivement et sans brûler les étapes, par l'étude, la discussion et le raisonnement, et qui peuvent être vérifiées et démontrées. »

Et voilà, c'est dit encore une fois. Travailler et patienter, ne pas spéculer sur la première idée venue. Mais là ce n'est pas Buffet qui parle. C'est un conseil de Primo Levi aux lycéens Italiens, dans « *Si c'est un homme* ».

³ Mr Warren Buffett travaille à cette adresse, Kiewit Plaza



SUR LE MARKET TIMING

Le Market Timing n'est pas notre spécialité. Nous nous demandons en fait assez rarement ce que va faire le marché ou même un titre à court terme. Nous préférons voir les choses sur plusieurs siècles...

Le train de l'internet – Lettre de Septembre 2002.

Timing : Prenons un peu de recul (quelques siècles)

Faut-il rentrer en bourse aujourd'hui ? Après une baisse de plus de 50% en deux ans, ce n'est probablement pas une mauvaise idée. Les investisseurs sont tétanisés par un ralentissement de l'économie, un risque de guerre Irako-Pétrolière et le prochain attentat majeur d'Al-Qaïda. La guerre éclatera, il en viendra d'autres. Les fanatiques tueront, seront tués, puis seront remplacés et tout recommencera, comme depuis plusieurs siècles. C'est pourquoi le prochain soubresaut sanglant ne fera pas baisser durablement les marchés financiers, car il est largement anticipé par l'inconscient collectif : la probabilité qu'il se produise est de 100%.

Mais si les marchés se sont effondrés, certains oracles nous annoncent encore le pire. Vous trouverez les résultats des recherches les plus noires de Peter Bernstein et Georges Arnott (gourou-gourou) sur Forbes.com. Les prédictions les plus terribles de Bill Gross (un des meilleurs gérants obligataire du monde) sur Pimco.com. Nos amis ne font pas de prévisions macro-économiques catastrophiques. Ils ne parlent pas de guerre ou de terrorisme. Ils disent simplement que les actions sont trop chères. En déconstruisant brillamment ce que votre conseiller financier vous répète depuis quelques années : « *sur le long terme, les actions constitueront toujours le meilleur placement, la preuve en est la surperformance systématique de ces dernières depuis 1825* » (la mémoire de votre conseiller est peut-être un peu plus courte...). Bernstein et Arnott démontrent que cette victoire est en majeure partie due à une variable qui a malheureusement épuisé ses ressources : la hausse des PER. Schématiquement, le prix d'une entreprise dépend de son résultat net et du multiple que le marché est prêt à payer sur ce résultat. Ce multiple s'appelle le PER (Price Earnings Ratio). Donc si la bourse a monté depuis 1825, c'est que d'une part les résultats des entreprises, donc leurs dividendes, ont progressé (élément reconductible) et que d'autre part les PER ont augmenté (élément non reconductible, ils sont passé de moins de 5 en 1825 à plus de 30 en 2000). Pour l'avenir, la bourse (ou plutôt les indices boursiers) ne pourra plus compter que sur la hausse des résultats (tout cela n'est pas facile à expliquer en quelques lignes, il y a un exemple à la fin de la lettre). Ce qui ne serait pas suffisant pour battre d'autres placements plus sûrs, comme les obligations d'Etat, qui rapporte du 4%.

Au risque de remporter le prix Nobel d'économie, je rajouterai à la théorie de Bernstein et Arnott que pour gagner, la Bourse s'est comportée depuis presque deux siècles comme un gigantesque fonds « Value », qui aurait acheté en 1825 des entreprises globalement dynamiques et très faiblement valorisées (des PER de 4), et qui aurait patiemment attendu que les résultats progressent et que les PER augmentent (plus de 30 en 2000). C'est une formidable confirmation de la philosophie de gestion de Sextant : pour gagner, il faut jouer la hausse des PER et la hausse des résultats. C'est le principe même de la gestion « value » : acheter des entreprises sous-évaluées qui grâce à leur bonne gestion et à leur bon positionnement connaîtront une bonne croissance de leurs résultats et donc une réévaluation de leur multiple de valorisation.



Ainsi, même si les indices ont réellement achevé leur fabuleuse hausse en 2000, il restera pour de nombreuses années des entreprises sous-évaluées aux perspectives prometteuses. Et des effets de mode, des vents de panique et des accès d'euphorie pour faire tourner la roue.

C'est pourquoi le timing pour acheter/racheter/renforcer/moyenner sur Sextant Pea est excellent. D'une part les actions françaises ont retrouvé des ratios de valorisation raisonnable (un PER de 15 pour le CAC 40), et les indices pourraient remonter, entraînant inévitablement le reste de la côte à la hausse. D'autre part l'effondrement récent, en emportant tout sur son passage, a créé de formidables opportunités d'investissement. Les sociétés de votre fonds ont pour certaines des valorisations dignes du 19ème siècle ou de 1932 !

On ne peut pas toujours se tromper. Lorsque les valorisations deviennent incroyablement excessives à la baisse, l'essentiel est de ne pas craquer, et de renforcer ses positions. On finit toujours par acheter au plus bas... C'est ce que nous avons fait en septembre-octobre 2002 sur les valeurs Internet, après avoir vu nos titres baisser de presque 50% en quelques mois... Une fabuleuse recommandation d'achat, les meilleures valeurs Internet ayant depuis fait entre fois 5 et fois 20..... Il faudra attendre de nombreuses années avant de retrouver une telle occasion, et surtout, un énorme Krach...

Le train repassera trois fois

Soyons francs, nous avons tous raté le train de l'internet. Aujourd'hui, vous ne devriez plus perdre votre temps à lire cette lettre. Vous devriez être immensément riche et vivre enfin heureux (?). Oui, vous auriez dû, si seulement vous aviez été un gourou, faire « fois deux cent » avec Yahoo. Mais vous ne l'avez pas fait. Vous avez aussi raté le deuxième train, un véritable avion celui-là, celui qui est passé dans l'autre sens, et qui vous aurait permis de faire encore « fois 100 ou 1000 », en achetant des options de vente sur France Telecom ou Amazon. Vous ne l'avez pas fait, et pourtant cette fois-ci vous le saviez, vous l'aviez dit à vos amis.

Personnellement je rate toujours ce genre de super TGV. Parce que j'aime bien connaître ma destination et que j'ai horreur de monter ou de sauter en marche. Le train de l'Internet est revenu à la case départ. Il est à l'arrêt, et plus personne ne veut y monter. Pourtant cette fois-ci le jeu est plus clair. Les gagnants commencent à émerger. Les perdants sont déjà morts. Certaines sociétés disposent de réserves financières généreuses. Les chiffres d'affaires progressent, la validité des business models se confirme. Profitons-en. Il y a de nombreuses places libres en première classe.

Amiral Gestion et Sextant Grand Large – Lettre de mars 2003

Lorsque vous souhaitez investir en actions, vous recherchez un bon « timing ». Lorsque vous êtes très optimiste (c'est-à-dire, en général, lorsque tout le monde est très optimiste...), vous allez mettre le paquet sur les actions. Puis quand vous deviendrez très pessimiste (peut-être après avoir déjeuné avec votre belle-mère, ou bien parce que le CAC 40 aura perdu 40% dans l'année...) vous vendrez et achèterez des Sicav monétaires. Est-ce bien raisonnable ?

Avec Sextant Grand Large, rien de tout cela. Vous décidez simplement de la part maximale que vous seriez prêt à investir en actions. Et c'est nous qui ferons à votre place votre allocation d'actif. Mais attention, il ne s'agit pas de jouer les tendances de la conjoncture ou de faire du market timing. Surtout pas. Nous investirons simplement avec une grande prudence dans les actifs les plus prometteurs. Si ces actifs sont des actions, tant mieux, c'est que nous avons de fortes convictions sur des investissements à



fort potentiels. Si ce sont des Sicav monétaires, tant pis, c'est que nous n'avons pas d'idées, que les actions nous paraissent trop chères.

Lancement de Grand Large – Lettre de juillet 2003

Pourquoi Sextant Grand Large ? Pour vous permettre d'optimiser votre épargne actions. Comment ? Simplement en réglant définitivement cette question qui vous a coûté si cher ces dernières années : « *est-ce le bon moment pour investir en bourse* » ? Vos conseillers financiers vous ont donné la réponse : il est toujours temps d'investir en bourse car sur le long terme on est toujours gagnant. Bon, ok, mais le problème c'est que ces conseillers ont commencé à tenir ce discours vers 1999 ou 2000. Résultat, à part quelques passionnés, les épargnants les plus âgés, ou encore ceux qui ont eu la chance d'être bien conseillé et qui ont acheté de l'Agressor, tout le monde perd de l'argent. Car à vouloir investir « *au bon moment* » et participer à la fête de l'argent facile made in Internet, vous avez acheté au plus haut (je parle en connaissance de cause : en 1987 j'ai voulu jouer le marché et j'ai perdu toutes mes économies, une très bonne leçon et pas encore trop coûteuse !). Reprenons : « *est-ce le bon moment d'investir en bourse* ? ». Cette question n'a aucun intérêt, car personne ne connaît la réponse (sauf quelques personnes très riches et très intelligentes que ni vous ni moi ne connaissons). La vraie question est : « *est-ce le moment d'investir sur l'entreprise X ? Le prix de l'entreprise X me donne-t-il une marge de sécurité suffisante par rapport à sa valeur réelle ?* ».