



Chers Amis Investisseurs,

« On ne peut s'expliquer l'emprise qu'exerce la peur d'être différent, la peur de s'éloigner du troupeau ne fût-ce que de quelques pas, sinon en comprenant à quelle profondeur se situe le besoin de ne pas être séparé.....La plupart des gens ne sont même pas conscients de leur besoin de conformisme. Ils vivent avec l'illusion qu'ils suivent leurs propres idées et penchants, qu'ils sont individualistes, que les opinions auxquelles ils sont arrivés représentent l'aboutissement de leur propre réflexion- et que, si leurs idées rejoignent celles de la majorité, c'est en quelque sorte une coïncidence. Le consensus de tous sert de preuve à la justesse de leurs idées..... Pour ce qui est de l'art d'aimer, ceci signifie que quiconque aspire à devenir un maître dans cet art doit commencer par pratiquer la discipline, la concentration et la patience dans chaque phase de sa vie.....nous devons apprendre à nous concentrer sur chaque chose que nous faisons, tant lorsque nous écoutons de la musique que lorsque nous lisons, parlons à quelqu'un, ou regardons une scène. »

Erich Fromm, après « L'art d'aimer », aurait pu aussi écrire un livre sur l'investissement. Chez Amiral Gestion, tous les jours nous nous rendons compte que nous manquons de discipline, que nous ne sommes pas assez patients, que nous sommes trop influençables. Quant à nos portefeuilles, ils n'ont le droit qu'à une faible concentration (aucune valeur à plus de 10%, la somme des valeurs au-dessus de 5% ne pouvant pas dépasser 40%). Pour progresser et vous apporter toujours plus de performances, il nous a toujours semblé que la gestion d'un hedge fund serait nécessaire. Après 6 années de très belles performances sur nos FCP et la construction d'une équipe de gestion solide et expérimentée, nous pensons avoir tout les atouts pour réussir ce nouveau défi passionnant avec notre nouveau fonds Sextant Inc.

---

## SEXTANT INC.

---

Il s'agit d'un fonds ARIA EL. C'est-à-dire d'un fonds d'investissement ouvert uniquement aux investisseurs dits qualifiés, et qui dispose d'une très grande liberté de gestion, y compris au niveau de la prise de risque.

### **La Stratégie de Sextant Inc.**

Les Hedge Funds ont souvent des stratégies très spécifiques. Par exemple la stratégie « market neutral » qui vise à mettre en face de chaque position longue une position de vente à découvert, de façon à annuler totalement le risque de marché. Pour Sextant Inc., la stratégie est qu'il n'y a pas de stratégie. L'idée est simplement que ce fonds puisse profiter de tout notre savoir-faire. Nous investissons avec la plus grande prudence, avec comme seule limitation notre domaine de compétence. Nous souhaitons avoir à notre disposition tous les outils nécessaires, mais sans aucune obligation d'avoir à les utiliser. Nous pourrions ainsi :

- Concentrer fortement le portefeuille, jusqu'à 30% sur un seul titre, et jusqu'à 90% sur trois titres. Si nous trouvons trois valeurs exceptionnelles largement sous-valorisées, avec une valeur d'actif qui nous protège de toutes pertes à long terme, pourquoi investir sur d'autres titres ?
- Vendre un titre à découvert, soit parce qu'il est trop cher, soit en arbitrage avec une autre valeur moins chère mais comportant un risque de marché que nous ne souhaitons pas prendre.
- Acheter des fonds, des convertibles ou des matières premières au travers d'ETF listés.
- Acheter ou vendre des Futures sur indices.
- Acheter ou vendre des Options sur indices.



- Faire de l'effet de levier, jusqu'à 300% de l'actif net du fonds. A priori ce n'est pas notre style, mais un peu d'effet de levier dans des situations exceptionnelles pourrait être intéressant. En particulier pour des opérations de risque arbitrage.
- Et bien entendu, investir sur n'importe quel marché d'actions dans le monde.

Sextant Inc. ne sera en aucun cas un fonds couvert en permanence. Il aura un peu le style de Grand Large, mais avec plus de liberté, sûrement plus de volatilité, et peut-être plus de performances. La philosophie de gestion sera strictement identique à celle de nos FCP et les valeurs seront en grande partie les mêmes. La boîte à outils sera simplement plus sophistiquée. Nous pourrions les utiliser, ou non. Il ne s'agit en aucun cas de spéculer ou de prendre des risques inconsidérés. Mais toujours de bien comprendre ce que nous faisons, et de rester dans notre périmètre de compétence. Voici un excellent point de vue, comme toujours, de notre maître Warren Buffett :

*"There's no form that produces good investment results, be it hedge funds, private equity funds or mutual funds. What makes the difference is whether the people running them know their strengths and weaknesses and play when it is to their advantage and do nothing when it is not".*

Whitney Tilson's 2007 Berkshire Hathaway Annual Meeting Notes

### **Êtes-vous un investisseur qualifié ?**

Un Hedge Fund peut faire faillite et valoir en théorie moins que zéro. En faisant par exemple de l'effet de levier : vous avez cent euros, vous empruntez 500 euros et vous placez le tout début janvier 2008 sur Sextant PEA. Les surdoués en math comprendront qu'au 15 février, après une chute du prix de PEA d'environ 20%, votre banquier commencera à se faire du souci. Et vous demandera de le rembourser. Comme vous avez perdu à peu près 120 euros, votre mise initiale s'est envolée en fumée, et vous devez en plus 20 euros à la banque. Comme un hedge fund peut faire de l'effet de levier, il peut perdre très vite la totalité de son actif, voire plus. Les porteurs sont tout de même protégés, et ne peuvent pas perdre plus que leur mise initiale. C'est en (société) général la banque qui paye la casse, après la faillite de la société de gestion et la fuite du gérant en Argentine. Il faut savoir aussi qu'un Hedge Fund ne vous rend pas très facilement votre argent. Il faut parfois attendre jusqu'à un mois. C'est tout à fait agaçant. Car bien sûr lorsque vous voudrez vendre vous aurez probablement oublié les modalités de sortie.

Le régulateur a donc souhaité que l'accès à ces fonds soit réservé à des investisseurs avertis afin de protéger les épargnants des mauvaises surprises et de risques non mesurés. Pour pouvoir souscrire à un ARIA EL, vous avez deux possibilités :

1. Investir un minimum de 125.000 euros, et dans ce cas on ne vous embêtera pas. Vous n'aurez aucune déclaration à faire.
2. Déclarer être un investisseur qualifié, et dans ce cas vous pourrez investir à partir de 10.000 euros seulement. Pour être qualifié, vous devez soit avoir un patrimoine financier d'un montant minimum d'un million d'euros, soit avoir passé au moins un an de votre carrière professionnelle dans un établissement financier.
3. Il y a une troisième possibilité, sans aucune limitation de montant de souscription : au travers de l'assurance vie. Vous pouvez souscrire à des fonds ARIA EL agréés par votre assureur dans la limite de 10% de votre portefeuille. Nous travaillons sur ce sujet.

Vous trouverez tous les informations administratives nécessaires sur notre site.

---

### Des Nouvelles du Front

---

Nos fonds sont en baisse depuis l'été dernier, nous en sommes sincèrement désolés, mais ces périodes un peu désagréables sont malheureusement inévitables. Les prix bas et le manque de confiance ont tout de même quelques avantages pour l'investisseur Sextant. D'abord nous pouvons profiter des soldes et racheter des titres à des prix parfois tout à fait incroyables. Par exemple moins cher que le cash à la banque (Ad Pepper), on n'avait pas vu ça depuis 2002. Ou des PER 2007 inférieur à 15 pour des entreprises dont la capitalisation boursière est couverte à 40% par leur cash, avec des croissances de chiffres d'affaires de 20 à 40% (OL Groupe, Hanse Yachts, Interhyp). On en redemande. Mais il y a plus que cela. Les entreprises que nous avons en portefeuille peuvent aussi racheter des concurrents à des prix au rabais (Budget Telecom). Plus intéressant encore, les fonds de private equity (les fonds qui achètent et surtout financent des entreprises non cotées) vont arrêter de soutenir les entreprises en mauvaises santé, ce qui assainira le paysage concurrentiel de nombre de nos participations (Gameloft). En particulier dans les secteurs de forte croissance, ou les VC acceptaient d'investir dans des entreprises en perte qui luttaient contre nos propres champions pour leur prendre des parts de marché. Quand tout monte, même les pertes valent chères.

Dans la tempête, il faut du cash pour rester en vie. Nous avons du cash, nos entreprises ont du cash. Nous sommes prêts pour profiter avec vous de la crise actuelle. Parfois, quand le marché ne fait plus du tout son travail, ce sont les entreprises qui en profitent. Genesys, dont nous avons pris récemment une participation de 11% du capital est sujette à une OPA de son concurrent américain West. On ne peut pas dire que c'est la force du dollar qui a rendu Genesys si attrayante pour West. Le prix payé 2.5 euros nous offre une porte de sortie avec un gain immédiat de 50% mais West a des chances de faire à moyen terme une bien meilleure opération que nous...

Doctissimo s'en va de la cote également sous le coup d'une OPA de Lagardère à 30.50 euros. Nous essayons une larme car si nous avions conservé jusqu'ici nos Doctissimo achetées à 60 centimes, nous aurions fait une bien meilleure performance. La liste des mécènes n'est pas infinie mais cette OPA nous conforte dans l'idée que les grands groupes de média qui ont raté la mutation vers internet sont obligés de payer le prix pour exister aujourd'hui. Il nous reste quelques sociétés dans le secteur qui pourraient à moyen terme connaître le même destin.

Attention, nous ne sommes pas en train de vous dire que nous sommes béatement optimistes. Au contraire, nous sommes bien conscients de la gravité de la situation. La consommation US risque fort de connaître un bon coup de frein. Pour des tas de raisons, mais une des plus durables et profondes sera la perte par le dollar de son statut de monnaie de réserve internationale. Auparavant les fournisseurs des États-Unis se faisaient payer en dollars et les conservaient sur leur compte en banque sous forme de bons du trésor. Le jeu pouvait ainsi durer indéfiniment, par la magie de l'imprimerie. Mais aujourd'hui, les créateurs, chinois ou indiens par exemple, veulent aussi consommer et investir, autrement dire rentrer dans le jeu capitaliste. Alors contre les produits qu'ils vendent, ils achètent des actifs. Ils se font toujours payer en dollar, mais ce dollar n'est plus qu'une monnaie d'échange, et non plus une monnaie de réserve. En théorie le jeu de la surconsommation US a désormais une fin : lorsque les américains auront vendu tous leurs actifs, ils ne pourront plus rien acheter. Logiquement, cette situation devrait faire retourner les USA dans la normalité économique, à savoir un déficit commercial provoque une baisse de la monnaie, donc du pouvoir d'achat, donc de la consommation, et finalement un retour à l'équilibre.

Il paraît clair que les pays occidentaux, USA en tête, ne rembourseront jamais leur dette, mais continueront à imprimer des bouts de papiers. Ce qui veut dire que les porteurs de dollars à travers le monde vont vouloir les échanger contre des actifs plus sûrs : châteaux dans le bordelais, mine d'or,



banque d'affaire US, terre agricole en Russie.... Or il se trouve que nous avons dans nos fonds des actifs qui eux ne s'impriment pas non plus. Un club de foot six fois champion de France, des puits de pétrole, des millions de visiteurs uniques sur Internet en France ou d'abonnés au téléphone mobile en Inde.... Et que la valeur de ces actifs anticipe déjà largement une grave crise économique.

---

## Des Nouvelles du Peak Oil

---

Nous sommes donc plutôt pessimistes sur la situation actuelle. En réalité nous sommes pessimistes depuis plusieurs années, depuis presque toujours. Pour investir en bourse, une bonne règle de survie est de prévoir le pire pour demain (tout en restant raisonnablement optimiste pour le long terme). Par exemple le Peak Oil. Sur l'année 2007, la production de Shell a baissé de 7%, tandis que Chevron n'a réussi à remplacer que 10 à 15% de sa production. Inquiétant. En revanche, nous ne sommes pas inquiets sur la baisse du cours du baril, même en cas de ralentissement économique. Voici deux arguments supplémentaires, pour renforcer nos convictions s'il en était besoin :

1. Depuis 2 ans la consommation de pétrole de l'OCDE est en baisse mais ses importations sont en hausse. Simplement parce que la production des USA et de la Mer du Nord est en forte baisse. La production baisse plus vite que la consommation, il faut donc acheter toujours plus à l'OPEP. Dans ce cas, on ne voit vraiment pas pourquoi elle baisserait ses prix.
2. Plus les prix montent, plus la consommation monte... dans les pays exportateurs de pétrole. Ces derniers investissent leurs super-profits dans des infrastructures, des autoroutes, des aéroports, des usines de désalinisation, achètent des voitures, des avions, des chars d'assaut. Et remplissent leurs réservoirs. Les habitants des pays de l'OPEP et de Russie consomment significativement moins que les américains et les Européens. Pourquoi cela durerait-il indéfiniment, alors qu'ils sont de plus en plus nombreux à être significativement plus riches que nous ?

Les valeurs pétrolières, et en particulier les petites capitalisations, se sont effondrées bien plus encore que le marché, alors que les prix de l'énergie n'ont pas reculé d'un cent. Plus que jamais, nous gardons nos convictions et achetons avec joie une énorme marge de sécurité. Tout le monde n'est pas d'accord avec nous. Le consensus des analystes financiers prévoit une baisse du cours du baril jusqu'à 65\$ cette année. Le président de l'IFP pense aussi que l'OPEP va mettre sur le marché de nouvelles capacités et faire baisser les prix. Enfin, tous les stratégestes à qui nous avons parlé depuis quelques mois prévoient une forte baisse du baril début 2008. Nous n'y croyons toujours pas. C'est ce qui s'appelle avoir la foi : « ... il faut distinguer la foi irrationnelle de la foi rationnelle. ...Alors que la foi irrationnelle est l'acceptation de quelque chose comme vrai parce qu'une autorité ou la majorité l'affirme ainsi, et uniquement pour cela, la foi rationnelle s'enracine dans une conviction autonome, fondée sur l'observation et sur la productivité d'une pensée personnelle, en dépit de l'opinion de la majorité ». Erich Fromm, sur le plus bel investissement à long terme : l'amour.

À très bientôt

François