



Chers Amis Investisseurs,

Nous gérons à ce jour 63 millions d'euros. La performance de vos FCP est toujours excellente sur un an, deux ans, bientôt trois pour Sextant PEA, ainsi que depuis le début de l'année. En revanche, depuis le mois d'avril, nous perdons tous un peu d'argent (-6% sur le plus haut, ce n'est pas encore le krach). Un peu désagréable pour ceux qui sont rentrés juste avant, les périodes de baisse sont toujours très appréciées par vos gérants : qui se plaindrait de la baisse des prix ?

Les Performances des FCP SEXTANT : savoir-faire et bonne étoile de vos gérants

Le FCP Sextant PEA est champion du monde des FCP sur 2 ans. En hausse de plus de 100%, il devance les fonds thaïlandais et chinois, tous les fonds sectoriels (technos, pas technos, values, croissances, indexés, surtaxés...), tous les fonds spécialisés (small, big, mid).... Fantastique n'est-ce pas ? Très fiers de nous et de nos extraordinaires capacités intellectuelles, la lecture du livre « BULL ! » de Maggie Mahar nous a remis à notre place. Cette chère Maggie, dont le livre est recommandé par Mr Buffett lui-même, nous explique au chapitre 10 que nos performances n'ont aucune signification quant à notre savoir-faire. Champion du Monde, oui, chanceux très certainement, talentueux, pas forcément. Le mieux est de lire vous-même les propos dévastateurs de Mrs Mahar :

(.....) L'histoire semble indiquer que les performances d'un fond sur des périodes de trois et cinq ans n'offrent qu'un petit aperçu de la façon dont il va se comporter par la suite. En effet, comme le constate Mark Hulbert [journaliste de la revue Forbes], le résultat sur un an d'un fond serait plutôt un bon indicateur à court terme. « Les fonds qui détiennent les actions les plus performantes de l'année ont une forte chance de donner de bons résultats également l'année suivante. Cela n'a rien à voir avec les compétences du gestionnaire. C'est l'effet d'inertie, » explique Hulbert. « Si une bande de singes dirigeait les fonds, ceux qui auraient eu le plus de succès dans les six ou douze derniers mois seraient probablement encore plus performants l'année d'après. Mais cette dynamique est de courte durée ; dans la troisième année ils ne se comporteraient pas mieux qu'un fond moyen. Les investissements basés sur les résultats annuels d'un fond ne peuvent marcher que pour les investisseurs à court terme. » Et bien sûr, lorsqu'un marché haussier touche à sa fin, la dynamique s'inverse : les fonds qui détenaient les meilleures valeurs technologiques en 1999 étaient condamnées à plonger en 2000.

« A l'autre bout du spectre de performances, les résultats sur le long terme sont une véritable indication du talent du gérant de fonds », poursuit Hulbert. Mais alors sur combien d'années doit-on se baser pour pouvoir prédire les résultats futurs ? (.....) Mark Carhart, qui dirige le département de recherche quantitative chez Goldman Sachs, a conduit des recherches approfondies sur les résultats de fonds, et ses travaux montrent que « pour le gestionnaire de fonds moyen, afin d'obtenir des résultats statistiquement significatifs –des résultats vous permettant de dire avec une certaine conviction que sa gestion active a augmenté la valeur des gains que vous auriez obtenus dans un fonds indiciel– vous auriez besoin de 64 années de données ! Mais par ailleurs, une performance sur dix ans serait peut-être suffisante pour vous permettre d'affirmer : « Je ne peux pas projeter statistiquement que c'est un as, mais j'ai le sentiment que c'est un as. Je crois que je vais lui confier un peu de mon argent ». Le problème avec les résultats passés, ajoute Carhart, c'est qu'ils arrivent toujours avec beaucoup de bruits parasites.

Ce qui paraît clair c'est qu'une performance sur trois ans, en elle-même, ne veut quasiment rien dire : « C'est trop long pour profiter de l'effet d'inertie et trop court pour refléter le talent du directeur de fonds. » dit Hulbert.

Domage pour nous, parce que Sextant PEA sera probablement pour son troisième anniversaire un des fonds les plus performants du monde sur cette période. En tout cas, nos FCP ont des performances à un an excellentes. Vous pourrez au moins profiter de l'effet d'inertie jusqu'en 2005....



Les FCP SEXTANT : plus qu'un Track-Record !

Nous avons eu de la chance, beaucoup de chance, et nous connaissons inévitablement des périodes difficiles à l'avenir, sur le court terme, c'est mathématiquement certain. Mais le lecteur attentif à nos lettres et notre site Internet pourra facilement faire la différence entre un simple track-record et un véritable savoir-faire.

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* »¹.

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.

¹ « *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.* »



Bonne Étoile 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 paraît-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.

En théorie, vos FCP devraient être plutôt volatils, nos portefeuilles étant très concentrés. C'est logique, n'est-ce pas ? Si vous avez 10% de votre portefeuille sur une valeur qui perd 40% avant de faire fois 10, vous avez toutes les chances d'avoir un portefeuille volatil. En juin 2002, je vous avais promis de belles histoires, de fructueux « Qui Perd Gagne ». Je ne croyais pas si bien dire. Je venais d'investir 10% de votre FCP sur Aufeminin.com. Quatre mois plus tard, le titre avait perdu 40% ! Mais votre FCP n'a pas été volatil ! Tout simplement parce que nous avons eu beaucoup de chance.... De la chance parce que lorsque Aufeminin.com s'est effondré, Camaïeu et Gifi ont fortement monté, puis lorsque Camaïeu et Gifi ont connu une période de consolidation Aufeminin.com a fortement remonté etc etc....

Notre Bonne Étoile

Voilà notre part de chance : la faible volatilité de nos FCP depuis plus de 2 ans. Si tous nos titres avaient consolidés en même temps en octobre 2002, Sextant PEA aurait baissé de 40 à 60%, au lieu de 20%. Nous n'aurions pas mieux fait que des singes, car il n'y aurait rien eu à faire : nous ne maîtrisons absolument pas l'évolution des prix de nos actions à court terme. De la même manière, nous avons eu de la chance de faire une aussi bonne performance depuis plus de 2 ans car nos paris ont été gagnants très vite. Camaïeu a tout de suite monté fortement à partir de janvier 2002 (+50% en un an). Or le titre

n'avait pas fait grand-chose depuis 2 ans. Sur Toupargel (+600% de janvier 2002 à aujourd'hui), nous avons eu de la chance de pouvoir l'acheter aussi bas, et de la chance de voir Mr Roland Tchénio et ses remarquables collaborateurs réaliser quelques mois plus tard une extraordinaire opération de croissance externe (du jamais vu de mémoire de Badelon Crestin Lepage). Mr Tchénio ne nous a pas demandé notre avis, ni à nous ni aux singes du zoo de Vincennes. Nous avons eu de la chance... Quoique..... Grâce à l'influence de Warren Buffett et de Didier Le Menestrel (un peu moins riche mais tout de même un excellent gérant), nous avons « inventé » un nouveau théorème boursier : « avec les bons managers on a toujours de bonnes surprises ». Un truc très simple, que même un singe peut comprendre, mais rien à voir avec la chance.

La vie de vos FCP

- Sextant Grand Large a profité de la très forte baisse cet été de certains dossiers Internet ou de distribution classique pour renforcer sa part investie en actions, qui est passé à près de 60%. Le FCP Grand Large est ainsi devenu l'heureux actionnaire de Camaïeu, en payant 66€ par titre.
- Sextant PEA de son côté est investi à hauteur de 93% en actions.
- Nous avons sorti en juin dernier notre ligne en Ad Pepper, une société Allemande du secteur de la publicité sur Internet, avec une plus value de 100%. Cette ligne a représenté jusqu'à 10% de l'actif de vos deux FCP. Nous avons acheté car cette société était bourrée de cash (3€ par titre) et qu'elle était parvenue à gagner de l'argent après 3 années de pertes. Nous avons vendu car la marge de sécurité était devenue un peu faible, et parce que nous n'avions pas une confiance absolue dans le management qui s'était voté un peu trop de stock-options pour être tout à fait honnête.
- Toupargel, LDLC, Aufeminin, Camaïeu, Artprice et ADLP ont annoncé d'excellents chiffres d'affaires pour le premier semestre.
- De moins bonnes nouvelles sur Gifi, Vet'Affaires et Hubwoo. Un profit warning sur Gifi et de mauvais chiffres d'affaires pour Vet'Affaires. Nous avons eu jusqu'à 10% du portefeuille sur Vet'Affaires, début 2003. Aujourd'hui la ligne est bien inférieure en pourcentage (moins de 2%) et le cours est revenu à des niveaux incroyablement bas. Gifi est également à des cours très attractif, tout comme Hubwoo, qui a perdu 50% de sa valeur sur la publication d'un mauvais chiffre d'affaires trimestriel !
- Notre cinquième ligne du portefeuille PEA est une société automobile franco-japonaise : Renault. Nous gagnons fort bien notre vie grâce aux immenses managers que sont messieurs Schweitzer et Ghosn. Preuve que le CAC 40 recèle toujours de belles pépites. Même quand il baisse.

Aujourd'hui nous estimons que la vraie valeur de nos participations est en moyenne 60% supérieure à leurs cours de bourse. Il y a donc toujours un formidable potentiel. Quand cette vraie valeur va-t-elle se matérialiser ? Dans un mois ou dans trois ans ? Nous ne le savons pas du tout, et pour tout vous dire, nous ne cherchons même pas à le savoir. Nous attendrons tranquillement, comme des gorilles dans la brume...

À très bientôt

François Badelon