

L'INVESTISSEUR FRANÇAIS

© L'Investisseur Français, 2014. Réserve à un usage strictement privé. Toute diffusion ou reproduction est interdite. <http://linvestisseurfrancais.com>

Curriculum & Confessions

Juillet 2014

Heureux de te retrouver Serge. Merci de nous recevoir ainsi chez toi.

Vous êtes toujours les bienvenus. Et puis toi, tu commences à connaître les lieux.

C'est vrai. Quoi de neuf depuis la dernière fois ?

Business as usual. On travaille sur un nouvel investissement à optionnalité irrésistible. Dossier très intéressant : assureur de niche, fortes barrières à l'entrée, situation de redressement, grosse décote sur les capitaux propres d'une des deux filiales, l'autre est en liquidation... Bref, tout ce que j'aime.

Sympathique.

La marge de sécurité est manifeste, mais pas autant qu'avec Sears tout de même. Enfin, ça reste à voir. Je vais publier l'analyse dans le club, peut-être la semaine prochaine. Entre ça, Plastivaloire en France, et deux-trois autres dossiers en suspens, c'est embêtant car ces temps-ci je me retrouve avec plus d'idées que d'argent, comme à mes débuts.

Tes débuts, parlons-en justement. Laisse-moi t'annoncer le programme du jour: j'aimerais qu'on parle un peu de toi, de ton parcours, de comment tu t'es construit, plutôt que de thèses d'investissement, d'analyse financière ou de technique comme on le fait ici d'habitude. Bref, j'aimerais savoir comment Serge est devenu Serge.

On fait comme tu veux. Je t'écoute.

Rappelle-nous, cela fait combien de temps que tu investis?

Dix ans. Un peu plus même... Disons dix ans.

Pour commencer, dis-nous quel âge tu as, qui tu es...

Ca commence fort (*rires*)!

Accroche-toi bien parce qu'on va t'analyser comme une action. Après tout, beaucoup de gens capitalisent sur ton talent... Alors ?

J'ai vingt-neuf ans et je suis Serge, alias Sergio8000 pour les lecteurs du forum de l'Investisseur Heureux (*rires*), que d'ailleurs je salue au passage. Je suis né en Russie. Je suis marié et père de deux petites filles. Investir est à la fois ma passion et mon métier.

Tu as quitté le salariat traditionnel il y a longtemps ?

Il y a un peu plus d'un an. J'ai cofondé mon entreprise en septembre 2011, mais j'ai tout de même continué les missions de consulting en banque d'investissement, avant de définitivement raccrocher les crampons l'année dernière. Je me consacre à plein temps à la gestion du portefeuille de l'Investisseur Français à présent. Et comme toi tu es revenu d'Australie pour t'occuper de notre ligne éditoriale, je peux dire que je vis vraiment ma passion à cent pour cent.

Parle-nous un peu de ton curriculum : d'où tu sors, de ce que tu as fait avant d'en arriver là ?

Je suis diplômé d'une grande école d'ingénieurs. A la fin de mes études, j'ai commencé à travailler dans les télécoms, chez SFR. Puis j'ai changé, et je suis devenu analyste fonctionnel pour un cabinet de consulting bien connu. C'était avant de me spécialiser dans la gestion de systèmes IT, en particulier pour l'industrie bancaire.

Pourquoi tant de changements ?

Avec le recul, je crois que je ne me sentais pas spécialement bien là où je travaillais. Comme beaucoup de jeunes diplômés qui rentrent dans la vie active, j'ai essayé énormément de désillusions. Et puis au fond, soyons franc : je m'ennuyais. Je crois que ça ne va pas tellement plus loin. Mais mon départ en Allemagne a changé la donne.

C'est toi qui partais ou c'est eux qui te viraient ?

C'est moi qui partais, même si une fois on m'a mis à la porte.

Je connais ça.

Ca ne m'étonne pas de toi...

Tu m'as souvent parlé d'une longue mission en Biélorussie si je ne m'abuse...

Oui, mais c'était en indépendant, dans le cadre de ma société. Une entreprise américaine m'a mandaté pour l'assister dans l'analyse d'une acquisition qu'ils comptaient réaliser en Biélorussie. Il y a avait tout un travail de recherche financière et opérationnelle à mener, sur le terrain, près de Minsk. C'était passionnant.

Discutons un peu de ton expérience allemande. Tu la mentionnes souvent, on sent qu'elle t'a marqué.

J'ai passé trois ans en banque d'investissement, en tant que business analyst. C'était une occasion rêvée de me rapprocher de la finance, d'étudier de près la comptabilité bancaire qui m'intéressait alors beaucoup, et accessoirement d'évoluer en dehors des grilles de salaire traditionnelles.

On ne va pas la nommer, mais c'était une banque française n'est-ce pas ?

En effet. Une très grande banque française.

Parle-nous du boulot : en quoi ça consistait ?

A contrôler des transactions de compte à compte. Les schémas comptables devaient être bien respectés. Mon boulot était de m'assurer que la machine fonctionne, et accessoirement de réparer les erreurs et mauvaises manipulations.

C'est tout ? Tu n'as pas plus sensationnel ? Trois ans en banque d'investissement, et pas mieux à raconter que des schémas comptables et des transactions de compte à compte ? Tu n'as pas vu The Wolf Of Wall Street ?

Je regrette d'avoir à te décevoir, mais le banking est un métier très sérieux.

Donc arrivé là-bas, tu te sens enfin dans ton élément ?

Clairement! C'était une expérience formidable pour moi, car je me suis retrouvé les mains dans le cambouis, à régler des problèmes opérationnels complexes. Au passage, j'en profite pour rappeler que si le club existe, c'est en grande partie grâce à eux. Ils nous ont toujours beaucoup soutenu.

Donc tu t'y plais, tu y restes trois ans, mais tu finis malgré tout par partir pour entreprendre. J'en déduis que le salariat, ce n'est pas trop ton truc...

Il faut relativiser : j'ai beaucoup aimé mon expérience en Allemagne, mon expérience en Biélorussie m'a beaucoup plu, peut-être parce qu'il y avait un réel souci d'efficacité, et qu'on m'a laissé y faire ce que j'aime.

C'est-à-dire ? Analyser une société?

Plus que ça. Il s'agissait de comprendre un modèle complexe, de l'étudier sous toutes les coutures, de débusquer les inefficiences opérationnelles et financières – c'était la Biélorussie, donc tu imagines comme elles ne manquaient pas – et de proposer des améliorations ou solutions pour chacune. J'ai toujours été comme ça, à vouloir simplifier des problèmes complexes. Donc cette mission, c'était fait pour moi. En plus c'était très bien payé, ce qui ne gâchait rien.

Intéressant. L'aspect pécunier est primordial pour toi?

Je considère que c'est très important. Je n'ai aucun complexe par rapport à ça. Tu sais, je viens d'un milieu très modeste, et c'est un euphémisme. Je sais ce que c'est de vivre sans argent. Je

n'ai pas spécialement le goût de ce dernier, mais j'ai pu comparer ce qu'était la vie avec et la vie sans, et crois-moi j'ai choisi mon camp.

C'est vrai que quand on te voit, on peine à croire que tu sois un homme d'argent...

Je dois prendre ça comment ? (rires)

Comme un compliment. Je veux dire, tout est très simple ici. Toi aussi tu as l'air très simple [NDLR : Serge porte un t-shirt CBAB93 : Club Badminton Aulnay-sous-Bois trop grand pour lui, et un vieux jean sûrement plus âgé que nous trois réunis]

Ah ? Je ne sais pas quoi te dire. Je suis quelqu'un de simple, c'est sûr, mais contrairement à toi je ne pense pas que cela surprendra beaucoup de monde...

Sans nécessairement t'épancher, parle-nous un peu de ta famille, d'où tu viens... On reçoit plein de mails, et je sais comme nombre de nos lecteurs sont curieux de te connaître.

Là encore je vais te décevoir, car ça manque de sensationnel...

Fais au plus court.

Disons que je suis issu d'une famille d'émigrés soviétiques. Mon père est de Moscou et ma mère d'Astrakhan, où j'ai grandi. J'avais six ans quand nous sommes arrivés en France.

C'est sensationnel ça ! Raconte-nous dans quelles circonstances ?

Ecoute, je n'ai pas spécialement envie de détailler. Je n'ai rien à cacher mais ce ne sont pas les épisodes de ma vie que je souhaite mettre en avant. Ce que je peux te dire, c'est que nous sommes arrivés ici sans rien. Heureusement, en France il existe beaucoup d'organisations pour aider les réfugiés. C'est comme ça qu'on s'est retrouvés à Paris, à trois dans une chambre de bonne de huit mètres carrés. C'était précaire, mais au moins nous dormions sous un toit. Que te dire d'autre ? Je me souviens que nous avions un budget alimentation de quarante francs par semaine. Nous sommes restés dans cette chambre deux ans, avant d'emménager là où Paris prend soin de déverser la misère qu'elle ne veut surtout pas voir : aux 3000, à Aulnay-sous-Bois.

Ah oui... Je connais un peu... Le Far-West...

Plutôt le Far-East si tu veux mon avis. L'ambiance est davantage bande de Gaza que Grand Ouest américain... En tout cas, les gens qui n'y viennent jamais peinent à croire qu'il existe encore des quartiers semblables en France. Pour mes parents Russes,

bercés du culte romantique de la France, c'était un choc.

Plutôt sportif en effet...

On ne s'est jamais plaint de rien. Mais du coup tu comprends pourquoi mes parents ont autant insisté pour que je suive de longues études : ils étaient décidés à se sortir de là, et quelque part ils comptaient sur moi.

La voie que tu as suivie (études-prépa-grande école, etc.), c'était essentiellement pour faire plaisir à tes parents ?

Oui, oui... Tu sais, moi je n'ai jamais aimé les études à la base. Je n'ai jamais aimé qu'on m'oblige à penser d'une certaine façon. J'aurais sûrement eu du mal en Union Soviétique (rires). Je préfère raisonner à ma façon.

Ca, ce n'est pas la peine de te fréquenter longtemps pour le comprendre ! Avec le recul, tu regrettes ces longues années d'études ?

S'il y a vraiment quelque chose que je m'interdis, c'est de vivre du regret. Disons simplement que ce n'était pas les années les plus heureuses de ma vie. Mais tout ça n'a pas d'importance.

Ce n'est pas le chemin que tu veux pour tes enfants donc ?

Mes enfants feront ce qu'ils veulent. Leur père est là pour les soutenir, pas pour les contraindre.

Bien parlé. Une dernière question au sujet de ta famille : tu me parles très souvent de ton grand-père, un homme qui manifestement semble avoir beaucoup compté pour toi...

Disons que j'ai toujours été très admiratif des gens qui entreprenaient, et encore plus des gens qui entreprenaient en Union Soviétique... Pour une raison simple : il n'y avait aucune raison valable d'entreprendre quoi que ce soit, si ce n'est la pure passion pour son métier. Mon grand-père est parti de rien et est devenu ingénieur sur le tas, contrairement à des gens comme moi qui le sont devenus sur le papier. Il a pris la responsabilité d'inventer une technique de forage en mer Caspienne, puis de produire des plate-formes pétrolières mobiles, une première pour l'époque. Les technologies qu'il a créées sont toujours utilisées aujourd'hui. Incroyable non ? Il est ensuite devenu le patron de l'énorme conglomerat naval qu'était devenue son entreprise au fil de l'exploitation massive des gisements... Il a aussi créé les premiers transports fluviaux de masse en URSS : eux aussi existent toujours aujourd'hui... Pour tout ce travail, figure-toi qu'il était payé moins que ses

ouvriers, et qu'il avait en plus à supporter la surveillance permanente des services. Il travaillait comme un forcené et ne rentrait à la maison que tard dans la nuit, pour en repartir dès l'aube, sans jamais en retirer la moindre récompense. La vérité, c'est que sa famille peinait à boucler les fins de mois. Voilà, c'est un modèle pour moi en termes d'abnégation, mais encore une fois je ne pense pas que tes questions intéressent beaucoup nos lecteurs.

Je pense l'inverse figure-toi. Mais soit, venons-en au fait : comment s'est passé ton premier contact avec la finance ?

J'étais en prépa, en Maths Sup'. Un jour, je ne sais plus trop comment ni pourquoi, on nous a montré la grille des salaires supposés nous attendre à la fin du parcours du combattant: j'ai vu les chiffres et j'ai compris qu'il fallait que je m'en sorte autrement. Il faut croire que j'avais une autre définition qu'eux de la vie de rêve.

C'était médiocre à ce point ?

C'était en inéquation avec ma définition de la liberté et des moyens nécessaires pour y parvenir. Je me suis donc mis à explorer des voies alternatives, à chercher comment m'enrichir autrement que par le salariat... Et là, je suis tombé sur un bouquin qui m'a beaucoup aidé...

The Intelligent Investor de Benjamin Graham ?

Non, pas du tout ! (rires) C'était *Père Riche Père Pauvre* de Robert Kiyosaki.

Arrête Sergio, tu te moques de moi.

Mais non ! Je sais que toi tu fais toujours la moue quand on t'évoque ce type de produits grand public, mais selon moi c'est une erreur. Le bouquin de Kiyosaki est une excellente introduction aux principes de base du capital et de l'investissement. Il a rendu un immense service à tous ces gens qui, comme moi, n'avaient aucune notion en matière de finances personnelles. Ce n'est pas un ouvrage très technique, certes, mais il a au moins le mérite d'allumer l'étincelle. Toi tu l'as eu spontanément, c'est bien, bravo, mais c'est rare. La plupart des gens ont besoin d'être réveillés. Moi-même j'étais en sommeil profond, que dis-je, en hibernation complète. C'est Kiyosaki qui m'a secoué.

Laisse-moi remettre les pendules à l'heure : moi aussi il a fallu me secouer...

Tu nous raconteras ça dans une prochaine interview ?

Enfin, c'est épatant : ce qui a mené Serge à la maîtrise et la sublimation du capital qu'on lui connaît, c'est Père Riche Père Pauvre...

Ne mettons pas la charrue avant les bœufs... Déjà, ce qui m'a conduit là, c'était l'envie d'en avoir [NDLR : du capital]. Mais ce qui m'a amené à la bourse, oui c'est de lire Kiyosaki. C'est d'ailleurs paradoxal, car dans son bouquin il parle surtout d'immobilier...

Tu avais quel âge à ce moment là ?

Dix-neuf... Non, dix-huit. J'ai commencé mes premières lectures à dix-huit ans, je venais d'entrer en prépa.

Ok. Et donc là, tu commences à t'intéresser à la bourse.

Oui, et comme je t'ai dit c'est un peu paradoxal, parce que Kiyosaki ne parlait que d'immobilier, mais il y avait cette petite phrase... Je n'ai plus la formulation exacte en tête, mais il parlait de gestion du temps, et il disait préférer écouter Peter Lynch parler de bourse que des présentateurs aux infos parler de sujets creux. J'ai tiqué, et je suis allé voir qui était ce Peter Lynch. Je découvre le personnage, et j'apprends qu'il compose le capital de Magellan à 30% par an depuis des années... J'étais scotché: je devais coûte que coûte en savoir plus. En cherchant, j'ai vu qu'il avait écrit un bouquin [NDLR : « One Up On Wall Street »]. Ni une ni deux, j'ai couru l'acheter.

D'accord. Et ?

Et là je suis frappé par la foudre. C'est l'électrochoc. Kiyosaki m'a réveillé, mais c'est Lynch qui m'a défriché la piste. Tout ce qu'il écrivait me semblait tellement évident... J'ai tout de suite accroché. Ce qui était autrefois ésotérique est devenu limpide. Je ne sais pas comment te présenter les choses autrement. Les astres se sont alignés, c'est tout.

C'est l'illumination. Paul sur le chemin de Damas.

Paul sur le chemin de quoi ? Ah, d'accord. Si tu veux oui.

Ensuite ?

Ensuite, je vois que Lynch mentionne un certain Warren Buffett, qu'il présente comme le meilleur investisseur de tous les temps. Forcément je creuse le dossier, et c'est là que je découvre Berkshire Hathaway, le duo Buffett/Munger, Benjamin Graham, le value investing...

Justement, qu'as-tu pensé des lettres de Buffett ? On les présente souvent comme les tables de la loi en matière d'investissement...

Elles ont eu un très fort impact sur moi, c'est sûr. Ceci dit, tu remarques comme Buffett n'y détaille jamais sa méthode pour valoriser une société... Encore à ce jour, personne ne sait vraiment comment il s'y prend.

Il dit toujours qu'il lui suffit de deux secondes...

Oui, c'est du Buffett (rires) : toujours simple et fluide.

Je précise que Thomz aussi valorise les sociétés en deux secondes. Je suis peut-être le futur Buffett ?

Je n'en ai jamais douté ! (rires) Je suis certain que les valorisations de Thomz valent bien celles de Warren Buffett. Trois cent trente points de réputation sur les forums de L'Investisseur Heureux, après tout, c'est un signe qui ne trompe pas !

Je te rappelle notre arrangement pré-interview : tu avais promis d'arrêter de te moquer de moi.

Si tu ne donnais pas toujours le bâton pour te faire battre, je pourrais peut-être résister à la tentation... (rires)

Je pense qu'il est temps de recentrer l'entretien.

On disait quoi déjà ?

On parlait des lettres de Buffett. Tu disais que c'est un must-read.

Pas nécessairement. Disons que Buffett déborde de passion pour la mécanique du business, c'est un véritable orfèvre dans son genre. Mais pour moi, on peut tout à fait être un excellent investisseur en s'arrêtant aux quelques principes du bon sens paysan. On peut se dispenser du génie de Buffett. J'ai plutôt tendance à penser qu'une approche patrimoniale simple l'emportera sur les méthodes sophistiquées, à fortiori pour l'investisseur amateur. Buffett le dit lui-même d'ailleurs, et recommande aux « know-nothing investors » de capitaliser dans des fonds indiciels sans frais plutôt que de tenter le diable avec le stock-picking. Ce n'est pas pour rien.

A ses débuts, Buffett avait lui-même adopté une approche très simple...

Exactement ! Dans son partnership, il faisait du Graham pur jus. C'est une méthode automatique et simple, mais sur le long-terme c'est profitable. Il n'y a plus grand monde pour discuter l'évidence... Quand tu achètes sous la valeur liquidative, ou encore mieux sous la valeur du fond de roulement, comme disait Schloss, « something good may happen ». Buffett faisait aussi quelques opérations d'arbitrage, dont on parle moins, mais là encore ce n'était rien de sorcier.

J'en profite pour saluer nos camarades des Daubasses, qui selon moi sont avec nous et Philippe de l'Investisseur Heureux ce qui se fait de mieux en matière de finances dans la sphère francophone.

Je partage tout à fait cet avis.

Donc toi, tu découvres d'abord Buffett, et ensuite Graham n'est-ce pas ?

Oui, comme beaucoup de monde à notre époque je pense. Graham est mort il y a presque cinquante ans... On s'intéresse naturellement à nos contemporains en premier lieu. J'ai d'abord lu *l'Investisseur Intelligent*, et c'est la deuxième inoculation, le même électrochoc qu'en lisant Lynch. C'est seulement à ce moment que je comprends comment à peu près valoriser une société. J'ai rajouté une couche avec *Security Analysis*, et là je me sentais vraiment prêt à démarrer.

Serge, je ne pense pas que ce soit un secret pour grand-monde, mais tu es très brillant. Je suis curieux de savoir si tu as tout compris de suite en lisant *Security Analysis* ? Combien de temps as-tu mis à assimiler l'œuvre de Graham ?

D'abord, permets-moi de te corriger, parce que je ne peux pas te laisser dire ça : je ne suis pas du tout brillant, je ne suis même pas très intelligent ; je suis simplement logique, et surtout plus discipliné que la moyenne. C'est ça la clé, pas le génie personnel. On pourrait même objecter qu'en matière de finance et d'investissement, ton génie personnel risque de te jouer plus de mauvais tours que t'apporter de récompenses. Pour répondre à ta question sur l'œuvre de Graham, en fait j'ai tout de suite compris qu'il s'agissait d'additionner et de soustraire des sommes d'argent : pour un étudiant en Maths Sup' comme je l'étais à l'époque, ça semblait à portée (*rires*). Après, il y a évidemment mille nuances et subtilités, mais tu acquiesces ces dernières avec l'expérience. Et quand j'ai débuté, j'ai consciencieusement choisi de me concentrer sur des bilans simples, sur des choses que je comprenais.

Tu faisais l'effort de te restreindre...

Oui, et ça a été déterminant pour la suite de ma progression. Comme le répète tout le temps Buffett, il s'agit de bien définir son cercle de compétence, et ensuite d'avoir le courage de ne pas en sortir. Car au contraire de l'idée reçue, le courage c'est d'y rester... S'aventurer en-dehors, c'est une tentation naturelle... Mais faire ça avec son argent, ce n'est pas du courage, c'est de la stupidité. Comme je le dis toujours, je peux accepter une performance moyenne, en revanche il

est hors de question de perdre mon capital.

On en revient à ton parcours. Tu as dix-huit ou dix-neuf ans, tu as commencé à te documenter et à comprendre de quoi il retourne. Avais-tu déjà une méthode ?

Sur le concept, oui. Je voulais faire du décoté rentable.

Du décoté rentable ? C'est toujours ce que tu fais n'est-ce pas ?

Mais oui !

Donc en fait tu n'as pas évolué pendant toutes ces années ?

Bien sûr que si ! Mon cercle de compétence s'est beaucoup élargi, et je raisonne plus en nuances qu'autrefois. Mais les fondamentaux restent les mêmes : je veux du décoté rentable. Je veux une entreprise à vendre pour moins que sa valeur liquidative, et je veux qu'elle gagne de l'argent. C'est tellement simple et intuitif, pourquoi voudrais-tu changer ?

C'est très convaincant quand tu présentes les choses, à fortiori quand on est assis en face de toi. Je te félicite mais te rappelle que ce qui te semble évident à toi ne l'est pas forcément pour nos lecteurs, ni même toujours pour moi.

Je te présente ça autrement : si tu peux acheter un superbe appartement à un dixième de son prix de marché, et qu'en plus tu as un super rendement locatif dessus, 25% par exemple, comme une société qui cote à quatre fois ses profits, tu fais quoi ? Tu snobes l'opportunité ?

Expliqué ainsi d'accord, nos cerveaux de misérables mortels peuvent comprendre de quoi il retourne.

A mon avis tout le monde avait déjà compris sauf toi. Mais tu as trois-cent trente points de réputation, donc tu dois quand même être très intelligent.

Ces perfides mesquineries ne m'atteignent pas.

Attends une seconde, le marché vient d'ouvrir [NDLR : il est 15h30], je regarde à combien cote notre idée... Ca baisse encore. Je vais en prendre pour mon portefeuille perso je pense. Il faudrait voir, les options sont sûrement plus intéressantes que l'action ordinaire. Je vais rédiger l'analyse pour le club. A moins que tu t'y colles. Ou alors on peut faire ça au prochain Aparté. Qu'est-ce qui serait mieux ?

On en discutera le moment venu. Note-moi quand même la référence sur un bout de papier (*rires*). Revenons à nos moutons. Parle-nous

de ton premier investissement : c'était quoi, où, comment ?

C'était Apple, en 2003. Je n'ai pas acheté au meilleur moment, mais la société cotait déjà sous la valeur de son actif courant net. Le prix a continué à baisser, et quelques semaines plus tard Apple était à vendre pour moins que son net cash [NDLR : trésorerie – toutes les dettes]. Donc j'ai continué à en racheter.

Tu avais déjà la discipline ?

J'avais surtout la logique. Si je peux acheter un compte en banque pour moins que son solde, toi je ne sais pas, mais moi je ne dis pas non. Je n'étais pas encore très expérimenté, mais ça je l'avais bien compris. J'avais fait mon travail, mes additions, mes soustractions. Je connaissais un peu Apple et j'avais une énorme marge de sécurité : il fallait y aller.

La plupart des investisseurs - et encore plus les débutants - ont la boule au ventre quand ils achètent. Par curiosité, toi à l'époque, tu avais déjà ce style placide et serein qu'on te connaît aujourd'hui ?

Oh non, tu plaisantes ! J'étais tétanisé. Ces cinq-mille euros, c'était tout ce que j'avais !

Donc tu avais peur ?

Bien sûr ! Tu sais, quand on entreprend quelque chose – et pour moi un investissement est une entreprise – on a toujours une appréhension. Celui qui te soutient l'inverse te ment.

Moi je n'ai jamais eu peur.

Oui, mais toi tu es Thomz. Attends une seconde, j'y pense : ce n'est pas toi qui a la moitié de ton portefeuille en cash ?

Si...

Je t'ai dit : arrête de tendre le bâton !

En tout cas toi, tu n'étais pas un value investor né ? Le genre implacable machine à calculer, avec la parfaite maîtrise de ses émotions ?

Un value investor ou n'importe quel autre professionnel n'est maître de ses émotions qu'après les avoir vécues. Etre discipliné ne veut pas dire être inhumain je te signale. Mais voilà, tu as rationalisé ton opération, tu as fait et refait mille fois tes calculs, tu as estimé ta marge de sécurité, tu as réduit le risque à sa plus simple expression : il faut bien se décider un jour. C'est comme au foot, si tu es en face du but, que le gardien s'est endormi et que tu es à quelques centimètres de la ligne, et bien il faut tirer. A chacun de faire le choix entre raison et émotion. Le danger, c'est d'ajouter un peu de la

seconde à la première. Si j'insiste bien sur un point, c'est sur la nécessité d'être toujours *raisonné*. Tu dois t'appuyer sur des faits *tangibles*. Ca, je l'avais compris même en étant un parfait débutant. Tu voulais quoi de plus raisonné et tangible que Apple sous son net cash ?

Comment ça s'est joué cet investissement dans Apple ?

L'action a continué de baisser. J'en ai racheté. Huit ans plus tard je me suis retrouvé à la tête de plusieurs centaines de milliers d'euros.

Incroyable !

Oui. J'ai eu beaucoup de chance.

Tu n'avais pas projeté qu'Apple allait connaître une extraordinaire croissance ?

Non, jamais de la vie (*rires*) ! A l'origine, je comptais doubler ou tripler mon investissement. Mon plan, c'était d'attendre qu'un multiple de profits plus équitable s'applique enfin à la société.

Tu me parles souvent de cet investissement dans Apple...

Forcément ! A l'époque, j'y ai mis tout ce que j'avais. C'était le grand saut dans l'inconnu. J'avais lu et assimilé la théorie, mais tu sais comme moi que ça n'a pas grand-chose à voir avec la pratique... Ce que j'en ai retenu en tout cas, c'est qu'il faut savoir saisir sa chance. A l'échelle d'une vie, les vraies opportunités sont trop rares pour être snobées. Je pense que tu devrais mettre ça sur le site de l'Investisseur Français (*rires*).

J'y penserais. Après, quelle a été ta deuxième opération ?

J'ai beaucoup renforcé Apple au fil des mois. Tu sais, au fond je n'avais pas beaucoup de temps à consacrer à l'investissement. Entre les études et les quatre heures de trajet quotidien, c'était plus un loisir qu'autre chose. Donc j'ai fait comme d'habitude, j'ai cherché l'efficacité. Je me suis abonné à *Value Line* pour recevoir les bilans de toutes les sociétés qu'ils couvraient. A l'époque il n'y avait pas Morningstar, et je n'avais même pas internet à la maison. Voilà, et je me suis mis à chercher du décoté rentable. Je me souviens qu'il n'y avait pas grand-chose... On était vers 2003-2004, post-éclatement de la bulle dot-com. Rien ne m'enthousiasmait vraiment. J'étais inactif. Je renforçais Apple quand je pouvais. Je me souviens avoir été tenté par Yum ! Brands à sept ou huit fois les profits...

Yum, le spin-off de Pepsico ?

Oui, KFC, Pizza Hut, les snacks, tout ça. Mais je n'étais pas assez confiant.

Donc tu es resté longtemps sans rien faire ?

En effet. Et bien sûr, c'est au moment où l'on commence à désespérer que l'opportunité frappe à la porte.

Explique-toi.

L'Etat Français s'était mis en tête de privatiser les joyaux de la couronne. EDF, GDF, les autoroutes... Figure-toi qu'à l'introduction de Autoroute du Sud, [NDLR : qui appartient aujourd'hui à Vinci], la société cotait pour moins que la valeur de son foncier. J'avais lu dans *Beating The Street* [NDLR : le second livre de Peter Lynch] que les privatisations d'Etat étaient un terrain de chasse souvent riche en opportunités... Et c'était vrai ! Si tu voulais du décoté rentable, à l'époque avec EDF et GDF, il suffisait de se servir. C'était des entreprises plutôt bien gérées en plus. Ca s'est beaucoup dégradé depuis (*rires*).

Donc les privatisations du gouvernement français, c'est ton deuxième gros coup ?

Tu sais ce que je pense du mot « coup », mais oui on peut dire ça.

Tu avais fait une analyse approfondie de toutes ces sociétés ?

Non, pas du tout. Je n'avais pas les compétences requises de toute façon. Enfin, j'ai quand même lu les prospectus.

J'en profite pour rebondir : comment as-tu acquis toutes ces compétences en matière d'analyse financière ?

Au fil des lectures, de l'étude des rapports annuels, de décortiquer *Value Line*, de suivre des investissements prospectifs... Ce n'est pas un scoop, mais c'est vraiment forgeant qu'on devient forgeron.

J'ai remarqué ça oui. D'y repenser, avec la pratique je me suis moi aussi beaucoup amélioré. J'étais incroyablement nul quand j'ai débuté.

Ah ? Et ça a changé ?

J'avais oublié...

Allons, je te taquine. Si le monde voulait la preuve qu'on peut partir de zéro et arriver à quelque chose à force de temps et d'efforts, tu lui en fournis la preuve.

La formation dans le club m'a beaucoup aidé.

Tu n'es pas le premier qui dit ça (*rires*). Je suis content de l'entendre.

On en revient à ton parcours... Du coup là, on en est où ? 2004, 2005 ?

C'est ça. Mes investissements français se sont tous bien appréciés. Puis on arrive en 2006, et là je comprends qu'on entre en zone dangereuse. Je décide donc de liquider la majorité de mon portefeuille. Fin 2006 je suis à 80% en cash.

Tu avais pressenti l'imminence d'un krach ?

Oh non, pas du tout (*rires*) ! Mais j'avais lu dans le bouquin de Lynch qu'il fallait se tenir à l'écart des PER trop hauts : mécaniquement, plus tu paies cher, plus le rendement diminue... Je me souviens qu'à l'époque, les sociétés les moins chères cotaient à vingt fois les profits. Exactement comme dans l'exemple que donnait Lynch !

Un peu comme aujourd'hui aussi, non ?

C'est différent je pense. A l'époque la surcote était uniforme : tout était cher. Aujourd'hui, on trouve quand même des sociétés qui s'échangent à des multiples très raisonnables de leur book ou de leurs profits.

On sait que les excès des banques et autres compagnies financières fût le baril de poudre sur lequel est tombée l'étincelle de la crise, et...

Vachement lyrique. Attends, je prends note : il faut immortaliser.

Où en étais-tu ? Ah oui, donc toi tu l'avais vu ça ? Tu savais que les bilans des grandes institutions étaient incroyablement levagés, et surchargés en produits dérivés douteux ?

Absolument pas. Je n'avais rien vu du tout. De toute façon je n'avais aucune compétence en matière d'analyse de bilan bancaire.

Vraiment ? Quand on voit comme tu y es à l'aise à présent, si le monde voulait la preuve qu'on peut partir de zéro et arriver à quelque chose à force de temps et d'efforts, tu lui en fournis la preuve !

C'est ce que je te répète depuis tout à l'heure, non ?

Si je comprends bien, c'est le crash de 2008 qui a éveillé chez toi cet intérêt pour les banques et les financières ?

En fait, je me souviens m'être initialement dit que j'allais m'intéresser à toutes les sociétés connues dont le cours avait été massacré en bourse. Comme Ford par exemple. Tout le monde connaît Ford. Bon, à l'époque tu pouvais acheter l'entreprise à une fois

le cash flow normalisé. Un rendement locatif de 100%, toi je ne sais pas, mais moi ça me plait.

Ca plairait aussi à tous les gens qui achètent de l'immobilier pour une rentabilité de 2 ou 3%...

Oui, surtout qu'une action Ford, c'est parfaitement liquide, et qu'on n'a pas à payer 10% de la valeur du bien en commissions à chaque transaction (rires).

Attends une seconde : je regarde Morningstar, et je vois qu'à l'époque Ford croulait sous les dettes...

C'est vrai, et donc j'avais suivi la méthode préconisée par Peter Lynch : j'avais relevé les maturités de chaque ligne de crédit, et vite compris qu'un nouveau cycle avait tout le temps de débiter avant que ne surviennent les premières échéances de remboursement...

Encore Peter Lynch !

Et oui ! C'est du bon sens paysan Peter Lynch... Comme je te le disais plus haut, pour moi ce n'est pas la peine d'aller s'aventurer dans plus sophistiqué que ça... A moins de vouloir se risquer à y laisser des plumes, mais ça ce n'est franchement pas mon truc. La préservation du capital avant tout, point.

Tu fais quoi d'autre à cette époque ?

Mon investissement dans Ford commence mal, et j'encaisse un moins 50% en deux mois.

Intense !

Un an et demi plus tard j'avais multiplié mon investissement par quinze.

C'est tout ?

Je fais à mon petit niveau. Tout le monde n'est pas Thomz.

Et sinon, à part Ford ?

Comme avant la crise je ne trouvais vraiment aucune opportunité, j'en ai profité pour beaucoup lire. Je suis notamment tombé sur *You Can Be A Stock Market Genius* de Joël Greenblatt : c'était mon introduction aux spin-offs. Tout comme Lynch, Greenblatt ne cessait de rappeler à l'investisseur particulier que le meilleur terrain de chasse est celui où les institutionnels ne vont pas, comme par exemple les spin-offs qui ne versent pas de dividendes. Après le krach, c'était la configuration parfaite : small caps, plus spin-offs, plus marché massacré.

Et là ?

Et là je trouve Virtus Partners.

Tu parles d'un nom... Ta thèse en une phrase?

C'était un spin-off de Phoenix Companies. Ca décotait dix fois par rapport à ses comparables, qui eux-mêmes décotaient tous par rapport aux multiples d'acquisitions habituels dans l'industrie des maisons de gestion d'actifs, crise oblige. La thèse était très simple, ce qui ne te surprendra pas. Là aussi, l'investissement a fait fois quinze en quelques mois.

Tu étais déjà devenu un investisseur plus sophistiqué...

J'avais étudié beaucoup de sociétés oui... L'expérience c'est un peu comme le capital : si tu réinvestis les intérêts, au fil du temps, tu composes. Tu vois, là j'étais capable d'investir dans des situations de redressement, comme Ford... Donc je progressais.

A cette époque, tu investis depuis cinq ans environ. Ce que je remarque d'emblée, c'est que tu as fait très peu d'opérations... Moins d'une dizaine... Quand je pense aux aspirants boursicoteurs avec quarante lignes en portefeuille, ça prête à sourire...

Je pense que j'ai déjà répondu à cette question. Comme je te l'ai dit, je refuse de risquer la perte de mon capital. Et comme je te l'ai dit aussi, je suis tout sauf brillant : c'est rare de trouver une opportunité qui me garantit une optionnalité intéressante entre risque et rendement. A défaut de la trouver, je sais me tenir tranquille. Mais si je la trouve, alors je sais la saisir. Je pense que l'erreur que commettent beaucoup de débutants est de voir des opportunités partout, surtout là où il n'y en a pas, et de manquer de courage quand il s'agit de saisir l'occasion d'une vie. Enfin, c'est ce que j'observe souvent.

Moi, j'ai du faire une dizaine d'investissements durant ma première année.

Mais toi tu es Thomz. Les standards habituels ne s'appliquent pas.

Je commence à comprendre : tu es jaloux de mes trois cent trente points de réputation !

Comment as-tu deviné ?

Revenons à cette histoire d'opportunités. Moi qui par un funeste concours de circonstances me retrouve contraint de te fréquenter au quotidien, j'aurais tendance à te décrire comme un animal brutalement rationnel. Es-tu d'accord avec mon diagnostic?

« Brutalement » est en trop.

Je dirais plus modestement que j'essaie de rationaliser ce que je fais. Je veux qu'il y ait un fondement logique à chacune de mes décisions d'investissement. Excuse-moi, mais là je recycle l'évidence...

Pour toi peut-être... Mais tu ne peux pas nier que la majorité des investisseurs agit d'une manière plus impulsive...

Heureusement, car c'est bien cet amateurisme qui crée l'opportunité !

Tu t'interdis toute décision d'allocation de capital basée sur une émotion, un ressenti, une projection ?

Oui, je veux éliminer ça, car je ne veux vraiment pas perdre d'argent. Une émotion, c'est peut-être très noble, mais c'est surtout inquantifiable. Quand on te propose Apple pour un prix inférieur à sa trésorerie nette, ou Sears à une infime fraction de la valeur de son foncier, là c'est quantifiable.

Je t'entends souvent répéter que le succès en investissement dépend avant tout du strict respect de la méthode ?

C'est vrai. Mais avant ça, encore faut-il en avoir défini une ! Si par exemple tu choisis de faire du décoté rentable, tu dois ensuite avoir le tempérament pour t'y tenir et ne pas dévier. Or les tentations de faire des exceptions seront légion... Il faudra résister, et ce sera difficile. C'est 1% de stratégie et 99% de discipline. La plupart des gens n'ont pas de stratégie et encore moins de discipline... C'est dire comme ils ont perdu avant même d'avoir commencé.

Ce rôle central de la méthode et de son respect, c'est quelque chose qui s'est imposé à toi tout de suite ? Ou bien l'as-tu acquis sur le tas ?

Je l'ai compris tout de suite. D'abord parce que j'aime la logique, ensuite parce que c'était une occasion parfaite d'exploiter mon affinité avec les chiffres.

Ce côté obstinément logique que tu cultives, tu as toujours été ainsi ou ça t'est venu au fil de ta progression?

J'ai toujours été ainsi je crois. J'ai toujours aimé l'efficacité. Je me souviens qu'à l'école, mes professeurs de Français me reprochaient mes rédactions toujours trop succinctes, parce que j'aimais aller droit au but. Je ne voyais pas la nécessité de complexifier le message, de m'encombrer de palabres ou de lyrique, alors que c'est ce qu'ils attendaient de moi.

On a coutume de dire que pour réussir dans l'investissement, il faut savoir penser différemment et agir en

contrarien. Tu étais comme ça petit aussi ?

C'était surtout flagrant quand j'étudiais en prépa. La plupart de mes camarades avalaient le contenu qu'on leur servait sans discuter. Je ne pouvais pas accepter ça. Je voulais comprendre le mécanisme avant d'intégrer la conclusion. Accepter un résultat sans connaître l'opération, je dois te dire que je trouve ça très illogique... D'ailleurs, c'est un bon moyen de challenger ses propres thèses d'investissements. Isoler ta conclusion, et demande-toi quelle opération t'a amené à la tirer. Je crois qu'à ce sujet, je t'ai plusieurs fois montré tes propres limites...

Je confirme.

En tout cas pour répondre à ta question, oui je me souviens qu'en prépa j'étais un vrai contrarien. La cerise sur le gâteau, c'est ce jour où on nous a montré les grilles de salaire... Tout le monde était euphorique, et moi j'étais déprimé.

Acheter la panique, vendre l'euphorie...

C'était peut-être un signe.

Comme enfant tu étais différent ?

Tu crois vraiment que ça intéresse nos lecteurs ces questions ? Ecoute, j'aimerais bien les jeux de cartes et d'échecs... Mais tu sais, le principal souvenir que je conserve de mon enfance, c'est le temps passé dans les transports entre Aulnay et l'école.

Je pense que oui, ça intéresse nos lecteurs. Enfin moi, ça m'intéresse. Dis-moi lequel de tes traits de caractère te sert le plus dans ta carrière d'investisseur ?

C'est une question à laquelle je pense souvent. Je pense être plus ambitieux que la moyenne. Je rêve plus aussi. Je pense que je me fixe moins de limites. Je suis souvent surpris de voir comme les gens se bloquent eux-mêmes : ils sous-estiment leur potentiel, c'est dommage. Personnellement c'est ce qui me plaît le plus avec le club : outre la performance financière à proprement parler, j'ai l'impression qu'on aide les gens à redevenir ambitieux, à reprendre le contrôle. Ça me flatte beaucoup, et ça me plaît bien aussi. C'est comme un flambeau qu'on transmet. C'est plus gratifiant de le transmettre que de le garder en main.

C'est beau ce que tu dis. On devrait peut-être échanger les rôles : moi je gère le portefeuille, et toi tu t'occupes de l'écriture et de l'édition.

Il faudrait faire voter les membres du club.

Tu es prêt pour le camouflet électoral ?

On peut parier si tu veux. Sur ce coup, l'optionnalité risque/récompense me paraît intéressante (*rires*).

Tu parlais d'ambition tout à l'heure. Au bout de la tienne il y a quoi ?

La liberté de disposer de mon temps pour faire ce que j'aime. Si en plus je peux aider les gens à réaliser leurs rêves, tu vois, je considère que ma vie est une réussite.

Et l'argent ?

Ecoute, si je voulais faire beaucoup d'argent rapidement, je retournerais faire du consulting en banque d'investissement.

Une question qui j'en suis sûr intéressera beaucoup nos lecteurs : puisque tu disposes de ton temps, qu'en fais-tu ?

M'occuper de ma famille me demande déjà énormément de temps et d'énergie. Sinon, tu me vois au quotidien : j'étudie des sociétés, je lis les rapports annuels... Quelques centaines de pages par jour en moyenne.

Des centaines de pages ? Combien de temps cela représente-t-il ?

Quatre ou cinq heures. Je travaille généralement six ou sept heures par jour. Disons quatre ou cinq pour la recherche, deux ou trois pour l'Investisseur Français. En fait non, attends, ça ne veut rien dire... Chaque journée est différente. Regarde hier, je n'ai rien fait d'autre que promener mes filles et m'occuper d'elles. Aujourd'hui, ça fait déjà deux heures que tu me bombarde de questions... C'est très variable. Disons que mon emploi du temps n'est pas rigide. J'aime vivre au jour le jour et m'occuper des tâches qui se présentent à moi une par une. En tout cas, un sujet sur lequel je ne négocie pas, c'est l'étude des rapports annuels.

Je suggère que nous reprenions ton curriculum d'investisseur là où nous l'avions laissé. 2010, tu deviens un familier des situations spéciales type spin-off (Virtus) ou redressement (Ford). Que fais-tu d'autre ?

J'investis dans Philip Morris, encore un spin-off [NDLR : d'Altria]. Et dans Plastic Omnium aussi. J'avais aperçu la société complètement par hasard, en passant dans le Jura. Je me suis intéressé à ses comptes et j'ai réalisé que c'était un excellent investissement. Il y avait une forte décote sur les capitaux propres mais ça ne voulait pas dire grand-chose, car c'était surtout des usines à l'actif. Or une usine, en cas de

liquidation, souvent ça ne vaut rien du tout... C'était surtout très abordable par rapport à sa capacité bénéficiaire. C'était bien géré aussi. Et l'entreprise investissait en R&D. Une entreprise qui lance de nouveaux programmes de R&D en pleine crise, quand habituellement les concurrents coupent les crédits, ça me plaît.

Donc là, cinq ans après ton initiation, tu commences à être à l'aise, à opérer en confiance...

On peut dire ça oui. C'est en fonction des situations. Le bête décoté rentable, j'étais à l'aise avec dès le premier jour. Pour les choses plus complexes, comme la valorisation du foncier ou les situations de redressement, il m'a fallu plus de temps.

Toujours en 2010, tu commences à t'intéresser aux banques.

C'est ça. Et bien sûr je n'y comprends rien.

Comment t'est venu cet intérêt pour la banque ?

Disons que c'est un business très simple : ce n'est jamais que du prêt-emprunt. La banque obtient du capital à un certain coût, puis elle reprête ce capital à un certain prix en se faisant fort d'empocher la différence. Pris dans sa plus brute expression, le banking est un business simplissime : un sandwich au jambon pourrait le faire tourner. En tout cas, je me souviens qu'à l'époque, on regardait les activités de la JPMorgan, de Bank of America ou de Citigroup, et on n'y comprenait rien. En fait il n'y avait que Wells Fargo qui était resté concentré sur le banking original. Ce qui illustre très bien ce dont nous parlions auparavant, au sujet du cercle de compétence.

Moi aussi j'ai toujours eu cet intérêt pour la banque.

C'est bien. Donc justement, tu pensais quoi de Wells à l'époque ?

J'en pensais que... Attends, c'est moi qui pose les questions ici. Ok, donc tu fais quoi, tu achètes des actions Wells, comme Buffett ?

Figure-toi que non. Car à cette époque nous sommes en plein dans la catastrophe BP. La presse mondiale a les yeux rivés sur le Golfe du Mexique et le drame écologique qui s'y joue.

Laisse-moi deviner... Buy when there's blood in the street... Toi c'était plutôt buy where there's oil in the sea...

C'était vraiment de l'argent facile. Je veux dire, c'était impensable de rater ça. Il suffisait de se baisser pour ramasser. En fait j'ai investi dans un

panier diversifié d'entreprises impliquées dans l'histoire... Comme Transocean, à qui appartenait la plateforme Deepwater ; BP, qui l'opérait ; Anadarko, qui était propriétaire du gisement ; et Halliburton, qui fournissait tous les services parapétroliers sur les lieux.

Quid du conflit moral, si toutefois tu en as rencontré un ?

Je regrette la catastrophe écologique, mais crois-moi, avec ce qui a été payé comme amendes, c'est presque une opération à solde positif pour l'environnement.

Toutes ces entreprises que tu évoques, Transocean, BP, Anadarko, Halliburton... Tu les connaissais ? Tu les comprenais bien ?

Non, je n'y comprenais pas grand-chose (*rires*). Enfin, je comprenais les grandes lignes, mais j'étais tout sauf un spécialiste de l'industrie... Ce que je comprenais en revanche, c'est que ça décotait sérieusement... BP sur ses capitaux propres, Anadarko sur ses terrains, Transocean sur la valeur de ses plateformes... Voilà, et c'était rentable : j'étais parfaitement dans mon process. Il y avait une panique, il y avait une décote, il y avait une capacité bénéficiaire... Il fallait y aller.

A hauteur de quel pourcentage de ton patrimoine ?

20% de mon patrimoine ; 5% sur chaque position.

Tu avais la boule au ventre ?

Pas le moins du monde. Je me sentais parfaitement tranquille. Je ne voyais pas en quoi la catastrophe allait empêcher Halliburton de continuer à fournir ses services à travers le monde ; j'étais certain que les terrains d'Anadarko n'avaient pas tous subitement perdu leur valeur. Le seul dossier qui semblait un peu risqué, c'était BP, parce qu'on ne pouvait estimer le montant des amendes.

Et qu'est-ce que ça a donné au final ?

Tout a doublé sauf BP, qui n'a fait que +50% en dix mois. J'ai revendu le panier, car ce n'est pas du tout ma tasse de thé ces business là.

Et là, on en vient au point où tu réalises ces deux investissements qui t'ont rendu célèbre, si j'ose dire : Bank of America et AIG.

Entre eux et BP, j'avais fait un peu de dead money sur Wal-Mart. L'action cotait à dix fois les profits cash, ça me plaisait bien. Puis l'opportunité Bank of America s'est présentée et j'ai tout arbitré. Evidemment, le cours de Wal-Mart est monté en flèche juste après...

C'est toujours ainsi...

Et oui... Quand j'achète ça perd 50% dans la foulée, quand je vends ça les prend.

Parle-moi de Bank of America.

En fait j'ai eu envie d'acheter BAC dès 2010. J'avais préféré Wal-Mart parce que je comprenais mieux le business. Ah oui, je ne t'ai pas dit, j'avais du Microsoft aussi en portefeuille. Entre Microsoft et Wal-Mart, tu vois, c'était deux superbes franchises qui s'échangeaient à dix fois les profits cash... Je suivais l'approche « piliers » de Peter Lynch, ce qui ne te surprendra pas... J'attendais l'illumination en fait. Mais je suivais quand même BAC, car je me disais que la société devait bien valoir deux fois son cours.

Deux fois son cours ? Et pourquoi ? Tu ne connaissais rien au banking à l'époque n'est-ce pas ?

Je commençais à peine à y travailler. Mais je m'y intéressais de plus en plus. La régulation aux Etats-Unis devenait hyper-stricte : qualitativement les business allaient beaucoup s'améliorer. Même sans être un spécialiste, tu pouvais regarder les bilans et voir comme la part de produits dérivés diminuait drastiquement de trimestre en trimestre... Quelque chose se passait, c'était clair.

Bon, je te repose la question pour la troisième fois : pourquoi BAC ?

Je cherchais des décotes, et c'était tout bêtement la plus décotée des banques US. J'ai vu que presque un américain sur deux en était client ; j'ai lu l'histoire de la banque ; comment elle avait traversé la crise de 29, et tout le reste ; j'ai aussi suivi le nouveau management, avec l'arrivée de Brian Moynihan, que je respectais beaucoup. Les astres s'alignaient.

Attends, je veux être sûr de bien comprendre : tu suivais le dossier depuis 2010, mais tu n'as pressé la détente qu'en 2011 ?

A \$15 l'action c'était plutôt cheap, mais à \$5 c'était carrément du vol.

Rappelle-nous ta thèse en deux mots ?

A \$5 l'action, on avait une capitalisation d'environ \$50 milliards. J'ai simplement simulé un refinancement à hauteur de \$150 milliards, soit le triple de la capitalisation. Et bien figure-toi que même si ce scénario apocalyptique se produisait, je me retrouvais avec une action qui cotait à sa book et à seulement six fois les profits. C'était incroyable. Le monde pouvait s'écrouler autour de BAC, ça restait malgré tout une action value.

Moi aussi j'avais investi dans BAC à l'époque.

Oui je sais (*rires*). Rappelle-nous ta thèse en deux mots ?

J'adorerais, hélas le temps nous presse. On en revient à toi. Tu investis dans BAC, et on est pleine crise des dettes souveraines européennes. On dit souvent que le bilan des banques est une boîte noire, toi tu y comprenais quelque chose au bilan de Bank of America ?

Je ne comprenais pas tout. En revanche, je comprenais qu'on perdrait au plus 20% des capitaux propres s'il y avait un bel et bien un effondrement en Europe. Si j'en paie le quart, ça va toujours !

Qu'as-tu à dire du banking en général ?

Que le succès repose quasi intégralement sur les aptitudes du management. Surtout les aptitudes à éviter les bêtises [NDLR : le propos exact a été modéré à l'édition]. Le plus un management est ennuyeux, le plus je l'aime. Tu empruntes à un taux, tu prêtes deux ou trois points plus haut, et tu te bornes à ça. Dès que ça commence à s'aventurer dans des métiers obscurs, comme le trading de dérivés et autres produits hybrides auxquels personne ne comprend plus rien, tu entres en zone rouge.

Donc le fait que Moynihan soit arrivé aux commandes, c'était déterminant dans ta décision d'investissement ?

Je pense oui. Sinon j'aurais peut-être investi avec Stumpf sur Wells Fargo. Ou avec Dimon sur JPMorgan. Il y a beaucoup de banquiers exceptionnels aux Etats-Unis. Ca n'a pas toujours été ainsi, mais un vrai mérite de la crise, c'est d'avoir fait émerger une génération exceptionnelle de dirigeants dans le banking.

On parlera de ça dans le prochain Aparté. Je sens bien un numéro « spécial banking ».

Les membres n'avaient pas demandé un « spécial Malone » plutôt ?

Ils veulent savoir comment s'enrichir sans réfléchir, les petits malins...

Avec Malone, c'est exactement ça (*rires*)... L'investissement bon père de famille ultime. Avec Jeremy et Sylvain, nous avons deux spécialistes de la galaxie Malone dans le club !

Les analyses sont dans le club...

Il faut les lire. Il faut absolument les lire. Liberty Media décote sur sa NAV, et il y a mieux encore. Malone est vraiment mon manager préféré.

Après Bank of America, tu découvres AIG...

J'apprends que le gouvernement fédéral a commencé à vendre les actions qu'il détenait. Et comme tu le sais...

... Tu as lu Peter Lynch écrire que si le gouvernement vendait, le dossier méritait d'être étudié.

Tout à l'heure tu me disais que j'étais brutalement rationnel. Du coup, j'en viens à me demander si je ne suis pas aussi brutalement ennuyé...

Tu veux une réponse honnête ?

Non (*rires*) ! Je passe mon tour.

Tu connaissais quelque chose à l'assurance ?

Je connaissais les textes de Buffett.

Tu savais que ce qui marchait, c'était une souscription disciplinée et un bon réinvestissement du float ?

Ca, c'est la théorie (*rires*). C'est trop sophistiqué pour les simples d'esprits comme moi. Ce qui me plaisait chez AIG c'était l'incroyable décote sur le bilan. Et le bilan en question, c'était du cash et des bons du trésor... Une décote aux deux tiers sur des actifs hyper-liquides et hyper-monetisables, le tout appuyé sur une franchise en béton armé, rentable qui plus est, que voulais-tu demander de plus ? Qu'on te paie pour acheter les actions peut-être ?

Là aussi il y avait un CEO d'exception. Benmosche avait annoncé pouvoir gagner 15% sur ses capitaux propres.

Et il rachetait ses actions. Tu réalises un peu ? C'est à vendre à un tiers de sa valeur liquidative, ça compose à quinze pour cent par an, et le management rachète les actions... C'était comme dans un rêve !

Donc tu as pris ta décision en dix minutes ?

Entre le moment où j'ai commencé à étudier AIG et le moment où j'ai décidé d'investir, il s'est passé à peu près un an.

Je ne comprends pas, je croyais que la thèse était limpide, les astres bien alignés...

Oui, mais il me fallait le prix aussi. C'est toujours ce facteur qui achève de me convaincre. C'est seulement à \$22 l'action que j'ai décidé de liquider Wal-Mart et d'arbitrer mon capital vers AIG.

On est en quoi, 2011, 2012 ?

Oui, fin 2011, début 2012.

Je suis sûr que plein de gens pensent que Serge est génial. Moi-même je me le dis assez souvent. Mais en fait, je réalise que c'est grotesquement simple ce que tu fais... Pardon de te dire ça, mais quelque part le mythe s'effondre....

Tant mieux, parce que si tu peux bien croire quelque chose de faux, c'est que Serge est génial. Comme tu le disais tout au début, je suis très simple. Mais tu sais, j'ai beaucoup étudié les meilleurs investisseurs : ma conviction est qu'ils sont les meilleurs parce qu'ils savent rester les plus simples. Dès qu'un raisonnement est complexe, personnellement ça m'inquiète, encore plus si mon capital est en jeu. Je préfère nettement quand un et un font deux. Pas toi ?

Si. C'est clair.

Les seuls que je connais qui parviennent à avoir des résultats en utilisant des méthodes complexes, ce sont les gens de Sequoia.

Pour moi ce sont les meilleurs.

Ils sont très bons oui. Ils savent repérer les managements d'exception longtemps à l'avance. Dans ma position, c'est quelque chose que je ne peux pas faire. Ou alors, avec de la chance, ou très occasionnellement.

Tu connais cette blague de Buffett au sujet des trois piles : « oui », « non », et « trop compliqué à comprendre » dans lequel vont 90% des dossiers qu'il étudie. Tu dirais ça toi aussi ?

Je serais plus nuancé. Je dirais que tout dépend du prix.

Si on t'offre une décote incroyable sur un business auquel tu ne comprends rien, tu signes ?

Ca dépend. Si le bilan est simple, si je vois que la société ne va pas brûler toutes ses ressources, si je peux quantifier une marge de sécurité, oui, j'y vais, c'est clair. Je ne suis pas un expert du raffinage, plutôt tout l'inverse, et pourtant j'ai investi dans Phillips 66.

Tu m'avais notamment expliqué comme cette position dans PSX était un hedge contre la hausse des cours du pétrole. Je t'avais trouvé très sophistiqué dans ton approche. Soyons clair, tu as investi sans rien connaître à rien au raffinage ?

Rien de rien. D'ailleurs je vais te faire une monstrueuse confession : je n'y connais toujours rien.

Intéressant. Combien de temps t'a pris l'étude du dossier ?

Trois heures. Le spin-off a été annoncé, j'ai lu les formulaires et établi ma valorisation. Quelques mois plus tard l'action a été listée à un prix nettement inférieur à ma valo, et voilà j'y suis allé. Je l'ai acheté quelques jours après l'introduction. Mais l'étude en elle-même, trois heures.

Tu avais quand même compris le business model ?

Oui, mais ça ne m'intéressait pas trop par rapport à ma thèse. Pour être franc, le business model je n'en avais rien à faire [NDLR : le propos exact a été modéré à l'édition]. C'est toi qui écris tout le temps que si tu trouves un billet par terre, tu le ramasses d'abord et tu fais de l'esprit ensuite. Voilà, là c'était exactement ça.

Tu n'es pas comme Buffett qui lui aime comprendre la mécanique précise de chaque business ?

Si. Mais écoute, si on m'offre une incroyable décote sur des actifs auxquels je peux clairement assigner une valeur, je ne me martyrise pas à connaître chaque recoin de la raffinerie ou chaque rayure sur le pipeline.

Changeons de sujet : tu es un analyste hors-pair [NDLR : Serge semble soudainement accablé] ; j'aimerais savoir comment tu as fait pour acquérir cette science ? Tu as tout appris en autodidacte ?

Oui, tout. J'ai beaucoup lu. J'ai pratiqué quotidiennement surtout.

Si tu avais une lecture à recommander ?

Security Analysis. Tout y est.

Toi qui es un vrai mordu, une question : tu éprouves du plaisir à lire Security Analysis ? Regarde moi, j'adore l'investissement, je suis passionné, j'y pense jour et nuit, pourtant il me faut deux grammes d'aspirine par page quand je m'y colle...

C'est vrai que le ton est très académique. Non, je n'éprouve pas spécialement de plaisir à le lire. Mais je sais que l'information qui s'y trouve recèle une énorme valeur.

Pour toi c'est un must-read ?

Oui, clairement. A moins que vous ne preniez un abonnement à l'Investisseur Français (*rires*).

Une notion post-Graham, développée par Warren Buffett et Charlie Munger, c'est l'importance de l'avantage concurrentiel. Qu'en penses-tu ?

Pas grand-chose. Si le prix m'offre une marge de sécurité suffisante, je n'ai pas

besoin d'avantage concurrentiel. Si le prix ne m'offre pas de marge de sécurité suffisante, ce n'est pas l'avantage concurrentiel qui me convaincra. C'est très secondaire pour moi. J'ai aussi remarqué que rechercher ainsi les dits avantages induit l'analyste en erreur : à force d'en vouloir absolument un, il finit par en trouver partout, et surtout là où il n'y en a pas.

Je confirme. J'ai souvent fait cette erreur dans mes propres analyses.

Comme nous tous. Même si j'apprécie l'élégance intellectuelle et les raisonnements raffinés, j'estime préférable de m'en tenir à mon strict process : décote rentable, point.

Je ne sais pas ce que les futurs lecteurs – si il y en a – en penseront, mais moi l'impression que je retire de cet entretien, c'est que la différence fondamentale entre toi et les autres, c'est ta discipline de fer.

C'est tout à fait ça. Une chose est certaine, ce n'est pas l'intelligence.

Donc c'est ça, une simple question de discipline ?

De discipline et du bon sens. Ou plutôt, d'avoir la discipline de ne pas dévier du bon sens.

C'est ce que Buffett répète toujours...

Je n'ai rien inventé... Et il n'y a pas que Buffett. Si tu observes bien, tous les bons value investors te diront la même chose. Peter Lynch doit le répéter à chaque page de ses livres.

Quels conseils de lecture donnerais-tu à un aspirant value investor ?

Outre ce dont nous avons déjà parlé, je recommanderais de lire un maximum de rapports annuels, ainsi que des biographies d'entrepreneurs célèbres...

J'ai lu Made in America, l'autobiographie de Sam Walton, et en effet j'ai eu l'impression de connaître l'entreprise Wal-Mart sur le bout des doigts après...

Oui, je te l'avais dit ! Le plus important est d'étudier un maximum de sociétés quand on débute. Comme on a peu de capital, on a la chance de disposer d'un univers d'investissement extrêmement large, quasi infini : il ne faut pas se priver de ce formidable avantage compétitif.

L'immense majorité des investisseurs, expérimentés comme débutants, ont soin de lire les rapports d'analystes et autres articles. Toi tu te désintéresses complètement de ça ?

Complètement. Parfois avant d'investir, je regarde les headlines pour m'assurer qu'elles sont pessimistes, mais pas plus. C'est une sorte d'ultime vérification, c'est presque hygiénique. Sinon je ne prête aucune attention à l'analyse des autres. Et une fois que j'ai investi encore moins, car je refuse de me laisser influencer. Par contre je repasse fréquemment sur mes calculs, je revalide constamment ma thèse.

Je vois.

Ceci dit, en dehors de mes investissements, je tombe parfois sur des papiers intéressants. Je me souviens avoir lu cette analyse de Gabelli sur Gencorp, une entreprise avec un monopole et d'infranchissables barrières à l'entrée. Je n'y avais pas investi, mais avec le recul je réalise que j'aurais du.

L'occasion pour moi de rebondir : parle-moi de tes erreurs.

Ne pas avoir investi dans Gencorp en était une (*pires*). Sinon, j'ai acheté des parts dans une mine d'or en 2005. La société parvenait à générer un profit comptable mais jamais de cash libre, car il lui fallait en permanence investir dans de nouveaux projets. Je n'ai pas perdu beaucoup d'argent parce que j'ai acheté une vraie décote et que j'ai eu la présence d'esprit de raccrocher les crampons à temps... Disons que j'ai fait deux ans de dead money.

D'autres erreurs au passif de Sergio ?

Beaucoup d'erreurs d'omission sûrement, mais pas d'autres erreurs de commission. C'est l'avantage d'investir très peu et d'être très sélectif : tu limites naturellement les erreurs. Ah si, une autre erreur : Dell. Même si nous avons réalisé une plus-value, je considère que j'ai fauté en investissant avec un board aussi mal intentionné. Sur ce coup, je pense que j'ai négligé un facteur pourtant essentiel de l'analyse.

On en revient toujours au même point : discipline et bon sens.

La leçon commence à rentrer. Tu vois quand tu veux.

Ce qui est amusant quand on parle avec toi, c'est qu'au fond tout paraît simple.

Peut-être parce que ça l'est ?

Voilà qui conclut merveilleusement l'entretien.

Tu crois ? Tu as le contenu que tu voulais ?

Je voulais surtout briser le mythe. Montrer que ce que tu fais, chacun peut le faire.

Nous sommes sur la même longueur d'ondes. Le club a été conçu pour ça je te signale.

On se retrouve le mois prochain pour l'Aperté spécial John Malone.

Formidable !

Un message aux lecteurs ?

Restez simples et privilégiez le bon sens, et alors something good will happen (*pires*).

Merci Serge et à bientôt.

Tu reviens quand tu veux.

**RETROUVEZ SERGE
SUR LE SITE DE
L'INVESTISSEUR FRANÇAIS
(/investisseurfrancais.com)**
