



Peter Frech
Quantex Global Value

«L'art négatif de l'investissement»

Tous les investisseurs cherchent à être particulièrement intelligents quand ils investissent. Cependant, comme c'est souvent le cas dans la vie, il est plus facile d'éviter les erreurs les plus graves que chercher à obtenir le meilleur résultat. Peter Frech, le gérant du fonds Quantex Global Value nous explique une philosophie peu commune mais qui a démontré sa valeur.

Le bon sens doit toujours prévaloir

«Il est étonnant de remarquer à quel point des personnes comme nous sommes avantagés sur le long terme juste en évitant d'être stupide plutôt que d'essayer d'être brillant.»

Avec cette phrase, le milliardaire Charlie Munger résume son propre secret de réussite ainsi que celui de son associé Warren Buffett. Pour rappel, leur société d'investissement Berkshire Hathaway a battu l'indice américain S&P 500 d'un impressionnant 11% par an depuis 1964.

Ce qui est incroyable, c'est que malgré ce fantastique résultat, Munger et Buffett n'ont pas eu besoin de ces «super actions» comme Microsoft ou Amazon, dont les prix ont crû de manière exponentielle, pour générer une telle surperformance. Par contre, ils ont réussi à éviter de nombreuses erreurs qui auraient pu tôt ou tard les faire sombrer.

«Il faut toujours inverser» pour résoudre des problèmes très complexes était la maxime du brillant mathématicien prussien

Carl Gustav Jacobi, que Charlie Munger aime tant à évoquer. Au lieu d'aborder un problème de manière prospective, M. Jacobi dit qu'il est souvent plus facile de l'aborder dans une perspective opposée et de voir ce qui ne peut pas être la solution.

Cela est vrai non seulement en mathématiques, mais aussi dans de nombreux domaines de la vie de tous les jours. En réponse à la question: *«Comment mener une vie heureuse et réussie»*, de nombreux livres peuvent bien sûr proposer des solutions. Mais, quelques principes très simples tels que *«ne pas consommer de substances addictives dangereuses»* ou *«ne pas trop s'endetter»* permettent déjà de mettre toutes les chances de son côté et sont donc plus utiles que de nombreux conseils soit-disant avisés.

De la même manière, nous sommes convaincus que l'investissement réussi est un art négatif, où il s'agit davantage d'éviter les pires erreurs que d'être particulièrement brillant.

Ainsi, notre équipe de gestion ne concentre pas ses efforts à trouver les prochaines «*supers actions*», dont les cours seront multipliés par cent ou même par mille, aussi difficiles à identifier que rares.

A contrario, notre processus de sélection des titres vise principalement à éliminer les pièges et les «*value traps*» que l'on trouve sur le marché. Et ils sont nombreux. Selon une étude à long terme de Hendrik Bessembinder, 50% des sociétés cotées ne parviendront jamais à générer un rendement positif à long terme. Alors que l'investisseur passif achète la totalité de l'indice, nous cherchons quant à nous à éviter d'investir dans des sociétés qui se trouvent dans la mauvaise moitié du marché.

Dix ans de surperformance grâce à cette approche différente

Depuis son lancement il y a plus de dix ans, le Quantex Global Value Fund a nettement surperformé la plupart des indices boursiers mondiaux, notamment grâce à une liste précise de ce que ses gérants n'achètent PAS:

- Les actions trop chères: les actions dont les attentes sont très élevées ne nous intéressent pas. Dans la plupart des cas, une issue favorable est déjà incluse dans les cours boursiers et une déception risque d'arriver tôt ou tard. Les études à long terme montrent une surperformance des actions dites «*value*¹» par rapport aux actions dites «*de croissance*». Des exceptions telles qu'Amazon et d'autres «*super actions*» très chères confirment la règle: bien que nous les évitions, notre fonds a malgré tout réussi à battre le marché.
- Les nouvelles émissions: les IPOs ont tendance à venir sur le marché à un niveau de valorisation trop élevé et lors des périodes d'euphorie. En moyenne, ce sont des investissements plus souvent perdants que gagnants.
- Les entreprises sans «*Free Cash Flows*» (FCF): nous ne pouvons raisonnablement évaluer une société qui ne génère pas de liquidités². Qu'il s'agisse de sociétés biotechnologiques, d'exploration de matières premières ou de nouvelles technologies disruptives, nous n'investissons pas dans des entreprises qui ne produisent pas de trésorerie.
- Les entreprises trop complexes: les sociétés dont le modèle d'affaires ou dont la comptabilité ne sont pas clairs, sont d'emblée écartées.
- Les entreprises à forte intensité capitalistique: celles dont les FCF proviennent des activités de financement, sont des

investissements souvent peu performants selon nos propres études. Cela inclut de nombreuses startups, certains cas de fraude comptable et la plupart des entreprises actives dans les secteurs qui ont des besoins en capitaux élevés, comme l'industrie automobile.

- Les entreprises avides d'acquisitions: les sociétés qui font trop d'acquisitions («*croissance externe*») finissent généralement par se disperser. Des études ont démontré la sous-performance à long terme de ces acquéreurs en série.
- Les entreprises surendettées: un endettement trop élevé est souvent la caractéristique des deux types de sociétés citées ci-dessus. Même si une action apparaît comme bon marché, elle ne doit pas présenter de risque de faillite sur les deux ou trois prochaines années, surtout si le marché des capitaux devait ne plus lui permettre de se (re)financer.
- Les entreprises aux participations croisées: en Asie surtout, on trouve beaucoup de sociétés rentables avec beaucoup de liquidités au bilan, qui, cependant, ne permettent pas à l'actionnaire minoritaire de profiter des profits générés. Dans la plupart des cas, il y a un actionnaire majoritaire ou un groupe de sociétés comme les «*chaebols*» sud-coréens derrière elle, qui contrôlent effectivement cette entreprise et l'utilisent comme une «*cash machine*». Si une société génère en apparence beaucoup de FCF mais qu'ils ne sont pas alloués de manière productive, alors nous l'élimineront de notre liste d'entreprises suivies.

Enfin, fidèles au principe de base que l'investissement est un art négatif, notre équipe de gestion ne prend pas de paris «*macro-économiques*» ni ne cherche à faire du «*market-timing*³». Bien que de nombreuses études prouvent la pertinence de la sélection de valeurs dans les investissements en actions, il existe encore peu d'études démontrant que les stratégies basées sur des vues macro-économiques ou sur du market-timing sont capables de produire de la surperformance à long terme. ■

¹ Dont la «*valeur intrinsèque*» est supérieure à leur valeur boursière actuelle.

² Une entreprise peut être rentable sur le papier en générant des bénéfices comptables ; mais à la fin, le chiffre d'affaire doit se concrétiser par des entrées de liquidités (cash flows). Les cash flows libres (FCF) se réfèrent aux liquidités nettes des coûts de financement (dette et capital-actions).

³ Essayer de générer de la surperformance en anticipant les hausses et les baisses de marché.