

Figure 1  
LTIF – Classic EUR

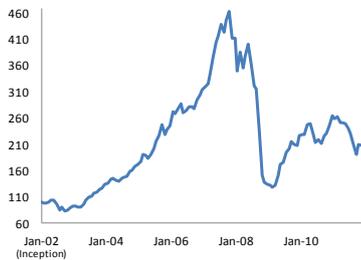


Figure 2  
LTIF – Classic II EUR

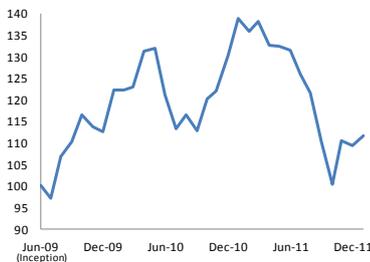


Figure 3  
LTIF – Alpha EUR

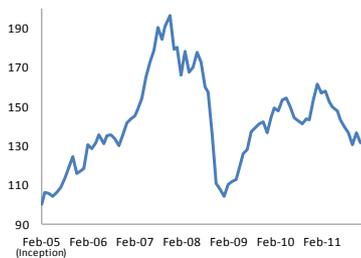
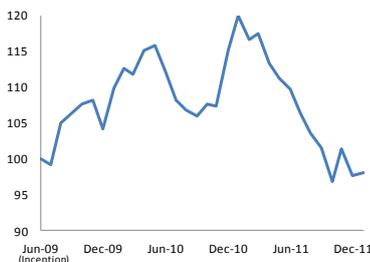


Figure 4  
LTIF – Alpha II EUR



## Long Term Investment Fund

« À court terme la Bourse est une machine à voter, à long terme c'est une machine à peser. » Benjamin Graham

« Soyez craintif quand les autres sont avides. Soyez avide quand les autres sont craintifs. » Warren Buffet

Le tableau 1 et les figures 1 à 8 illustrent l'évolution de nos fonds au cours du dernier trimestre. C'est le dernier trimestre de l'exercice et cette année marque le dixième anniversaire du lancement du fonds LTIF Classic. Dans cette lettre d'information, nous allons discuter brièvement des évolutions du dernier trimestre, vous donner davantage de précisions sur les événements qui ont marqué nos fonds cette année et sur nos attentes pour les dix ans à venir. Nous espérons vous démontrer pour quelle raison la bonne performance que nous avons enregistrée au cours des premières années de notre activité n'était pas une aberration ; pour quelle raison la performance de ces dernières années a été médiocre et pour quelle raison nous sommes convaincus qu'un investissement (et la conservation de vos investissements) dans nos fonds en 2012 sera probablement très rentable.

Tableau 1: Valeur liquidative – Montant net des encours sous gestion de nos fonds

Décembre 2011	VL	Δ 3 mois	Δ Année en cours	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
LTIF Classic [EUR]	212.11	11.25%	-19.72%	7.81%	256.42 *
LTIF Classic II [EUR]	111.60	11.26%	-19.70%	4.34%	* Classic & Classic II combinés
LTIF Alpha [EUR]	132.04	1.22%	-18.24%	4.10%	34.82 **
LTIF Alpha II [EUR]	98.08	1.23%	-18.21%	-0.75%	** Alpha & Alpha II combinés
LTIF Natural Resources [EUR] (anc. Global Energy Value Fund)	99.27	16.39%	-33.75%	-0.11%	54.90
LTIF Emerging Market Value [EUR]	74.35	9.58%	-25.46%	-25.65%	3.52
LTIF Stability Growth [CHF] ***	175.90	-0.23%	-16.12%	2.04%	22.27
*** Rendement total (à dividendes inclus)	6.50		-13.34%		
LTIF Stability Income Plus [CHF]	175.90	1.50%	1.50%	-	
MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)	3'144.16	11.79%	-2.04%	0.31% ****	**** date de lancement de Classic

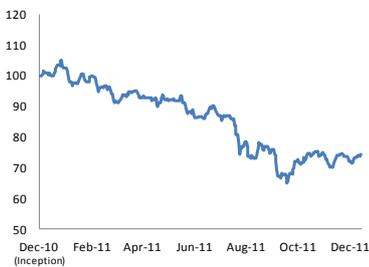
## Commentaires sur le dernier trimestre

Comme pour la plus grande partie de l'année 2011, les questions d'ordre macroéconomique ont dominé le dernier trimestre : bien que les économies américaine et chinoise aient mieux tiré leur épingle du jeu que ce que la plupart des acteurs du marché avaient prévu il y a tout juste quelques mois, les « turbulences » en Europe ont dominé les marchés financiers. Nous n'allons pas ennuyer nos lecteurs avec encore plus d'analyses et de prédictions sur la saga de l'Euro. Comme nous l'avons dit

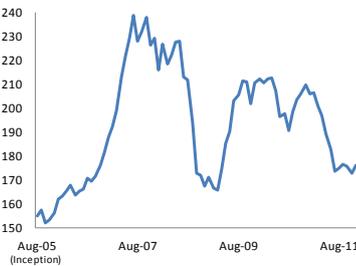
**Figure 5**  
**LTIF – Natural Resources EUR**



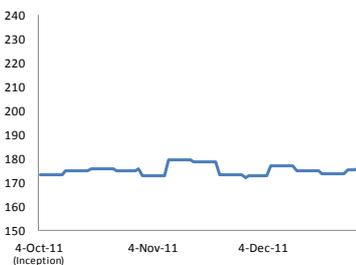
**Figure 6**  
**LTIF – Emerging Market Value**



**Figure 7**  
**LTIF – Stability Growth CHF**



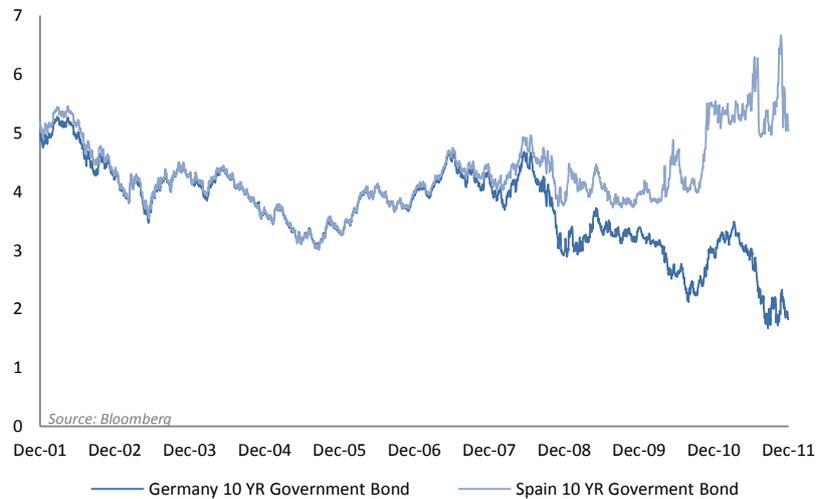
**Figure 8**  
**LTIF – Stability Income Plus CHF**



en 2007, il s’agit d’une récession de « bilan » qui a été créée par un endettement excessif dans les pays développés et qui prendra de nombreuses années à se résorber. Il n’existe pas de « solution » à la crise européenne : de nouveaux mécanismes vont évoluer au fil du temps et des ajustements lents permettront en fin de compte de faire renouer les économies européennes avec des taux de croissance « normaux » - qui seront certainement à un niveau un peu plus bas que par le passé pour des raisons démographiques. Le problème du noyau dur des pays de la zone Euro n’est pas imputable à « des dépenses excessives » engagées par les gouvernements de certains pays (à l’exception de la Grèce) mais résulte d’une crise des paiements découlant de l’évolution très différente de la productivité dans les différents pays. Cet écart de productivité crée des déséquilibres permanents entre les exportateurs intra-européens (essentiellement l’Allemagne) et les importateurs intra-européens (la plupart des autres pays). Dans une économie très large, fermée, ce qu’est devenue en quelque sorte la zone Euro, il faudra de nombreuses années pour corriger ces déséquilibres : c’était facile de dévaluer la lire du jour au lendemain mais il aura fallu dix ans à l’Allemagne (1997-2007) pour abaisser ses coûts du travail et parvenir à sa position compétitive d’aujourd’hui.

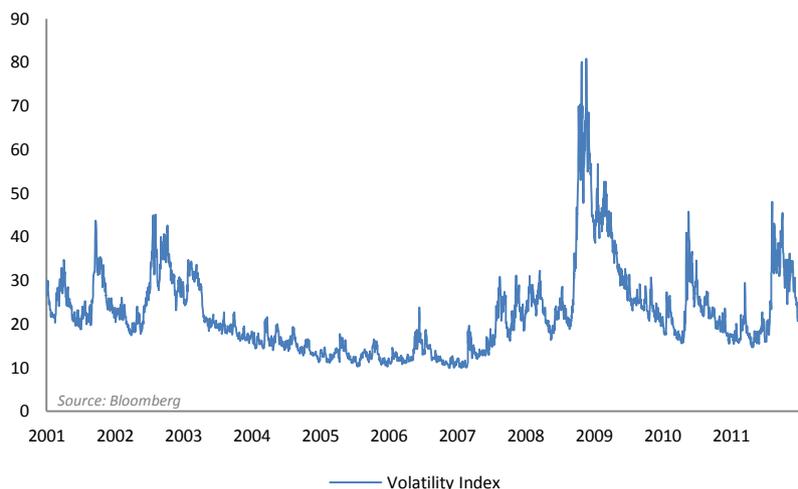
Il faut donc s’attendre à des « crises » ponctuelles qui seront colmatées par des « solutions » ponctuelles tout au long de ce processus de guérison des économies malades du Sud de l’Europe (et pas tant du Sud que cela d’ailleurs) : il faut diminuer les dépenses publiques improductives et augmenter la productivité au travail. Il n’y a pas d’autre solution et cela prendra des années. Pour autant, l’Allemagne n’a pas sombré pendant sa « décennie perdue » lorsqu’elle était appelée « l’homme malade de l’Europe » (il y a tout juste cinq ans, croyez-le ou non, c’était une idée reçue, et l’Allemagne dépensait plus que l’Espagne pour rembourser sa dette – voir la figure 9) et le reste de l’Europe ne va pas sombrer maintenant. Les économies européennes vont continuer de tourner et de nombreuses sociétés vont continuer de dégager des bénéfices, en Europe et grâce aux exportations vers les autres pays du monde qui ne sont pas confrontés à ces problèmes.

Figure 9: Emprunts d'État à dix ans, Allemagne et Espagne, dix dernières années en %.



Naturellement, les marchés n'aiment pas ce « climat d'incertitude prolongé » et demeurent très volatils. La figure 10 illustre le niveau de l'indice de volatilité VIX de la Bourse de Chicago, qui représente un bon indicateur de peur à la Bourse. Une caractéristique remarquable du dernier pic de volatilité est la période qu'il aura fallu pour que cette volatilité retombe par rapport aux précédents pics. Il s'agit d'une « crise cardiaque prolongée ». Nous reviendrons sur ce schéma plus loin.

Figure 10: Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index (VIX), dix dernières années



Mais au final, néanmoins, le trimestre a été moins néfaste pour les marchés financiers que ce qu'avaient craint de nombreuses personnes, et les prix de nos fonds ont récupéré la plupart de leurs baisses de l'été.

### Commentaires sur 2011

Du point de vue de la gestion de notre fonds, 2011 a été l'année la plus décevante depuis son lancement. 2008 n'a pas été une année décevante mais elle a été une année carrément désastreuse. Mais ceci s'inscrivait dans une évolution chaotique du marché, quasi-inédite, qui nous a pris par surprise (et pas que nous !). Cette fois-ci, nous avons procédé à une évaluation minutieuse des marchés avant le début de l'année et nos hypothèses se sont révélées justes pour la plupart d'entre elles. Par conséquent, nous n'avons pas investi dans des domaines connus comme étant des « pièges », comme les banques européennes, de nombreuses sociétés de services publics d'alimentation en énergie et les actions cycliques, les sociétés plus onéreuses du secteur de la santé, etc. Dans notre lettre d'information de décembre 2010, nous avons souligné les principaux problèmes que nous anticipions alors pour 2011 et nous avons deviné juste :

*La crise de l'euro est de toute évidence loin d'être terminée. Personne ne sait ce qui va se passer mais une chose est claire : certains États membres seront incapables de tenir leur position vis-à-vis de leur dette et, ce qui ne peut être maintenu doit être changé. Nous ne savons pas dans quelles conditions ce changement va intervenir mais les investisseurs peuvent d'ores et déjà s'attendre à un vent de panique provoqué par des titres de journaux lorsque d'autres pays seront renfloués ou lorsque ceux qui ont déjà été renfloués ne seront plus en mesure de faire face au remboursement de leur dette, ou dans les deux cas de figure à la fois. Et même si rien ne se passe, ce qui est hautement improbable, les marchés seront en proie à des frayeurs périodiques car des refinancements de dettes énormes vont arriver à échéance tout au long de l'année 2011. (...)*

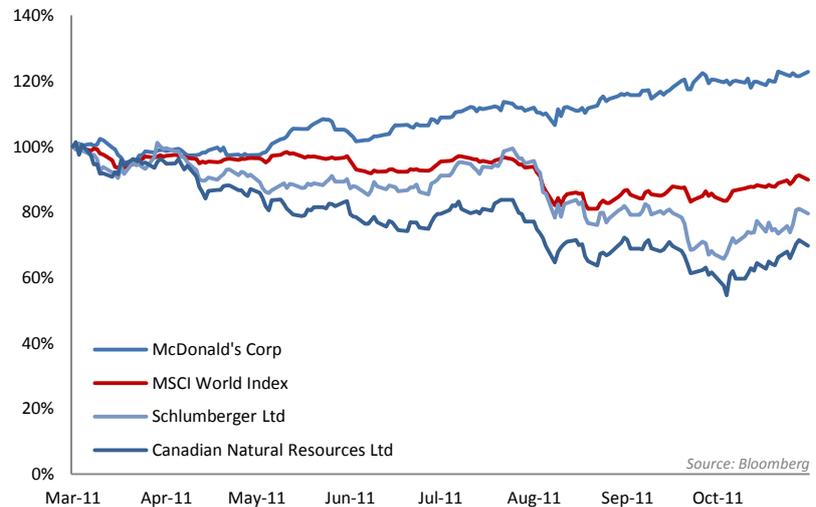
*La plupart des marchés émergents doivent faire face à un problème carrément différent : ils ne sont pas trop endettés mais leur taux de croissance est trop élevé. Si l'inflation doit être contrôlée, et elle va devoir l'être au final, d'une manière ou d'une autre, les taux d'intérêt ne peuvent qu'augmenter inéluctablement. Ce n'est pas une mauvaise nouvelle. Lorsqu'un pays augmente ses taux d'intérêt pour réduire un taux de croissance trop rapide, les retombées sur les résultats des sociétés sont en général bénéfiques. Mais étant donné que la plus grande partie de la croissance économique provient des marchés émergents (tout particulièrement de la Chine), toute indication de ralentissement du taux de croissance a tendance à effrayer les marchés. 2011 ne sera pas différente et cette volatilité peut affecter les sociétés de ressources naturelles plus que d'autres. Tout le monde sait à présent que la principale raison des plus hauts prix historiques atteints par de nombreuses matières premières est la demande des marchés émergents. Les investisseurs partiront probablement de l'hypothèse que, en cas de baisse du taux de croissance de ces*

*marchés, le prix des matières premières va baisser. Il faut donc s'attendre à une volatilité dans ce secteur.*

Pourquoi la « performance » de nos fonds a-t-elle été si faible ? Bien que nous ayons discuté des principaux problèmes dans la dernière lettre d'information, il peut s'avérer utile de les rappeler. Ceci est important car c'est très difficile pour un investisseur de savoir si un fonds va être un bon investissement à l'avenir ou non. Les investisseurs réagissent habituellement par rapport aux performances passées et si elles ont été mauvaises ils ont tendance à se retirer de l'investissement et à placer leur argent dans une valeur qui « marche ». Cette théorie serait valable si les performances passées pouvaient préjuger des rendements futurs mais c'est loin d'être le cas ! Il est dès lors essentiel de faire un effort pour comprendre le comportement d'un fonds si l'on veut avoir une chance de prévoir sa performance future et pas simplement en effectuant une simple extrapolation à partir de ses performances passées. Analysons maintenant le comportement de nos fonds en 2011, en commençant par le fonds Classic.

La figure 11 illustre l'évolution du cours de l'action de deux de nos positions entre le mois de février de cette année et début octobre : McDonald's et Canadian Natural Resources (CNQ), une chaîne de restauration rapide et un producteur de pétrole et de gaz. Pendant cette période, les actions de McDonald's ont augmenté de 15,9 %, incluant ses dividendes. Canadian Natural Resources a chuté de 45 %. Nous constatons également que l'indice mondial a chuté de 19 % au cours de cette même période, tout comme l'évolution du cours de l'action Schlumberger Ltd., la société de premier plan de services pétroliers que nous détenons également dans notre portefeuille.

Figure 11: Cours des actions Canadian Natural Resources, McDonald's, Schlumberger et indice MSCI World Index, entre fin février et début octobre 2011, en euros, indexés.



L'évolution du cours de l'action McDonald's a été remarquable : + 35 % par rapport à l'indice en huit mois. Notre décision d'acheter des sociétés telles que McDonald's (nous vous donnerons davantage de précisions sur ce point plus tard) a été de toute évidence bénéfique à court terme. Mais la chute de CNQ est également marquante. Cette chute aurait été moins surprenante si la société avait connu de sérieux problèmes, ou si le cours du pétrole s'était effondré, ou si ses bénéfices avaient été en chute. Mais c'est le contraire qui s'est produit. La figure 12 illustre l'évolution du cours du pétrole pendant l'année (une hausse de 12,89 %, plus que l'or), et la figure 13 illustre les bénéfices de CNQ au cours des dernières années et la prévision de bénéfices (selon un consensus) pour l'année prochaine. On pourrait avancer que la société était très chère au mois de février mais aucun des multiples habituellement utilisés (ratio cours/bénéfice, ratio cours/valeur comptable, valeur liquidative, etc.) ne l'indiquait. Et CNQ est tout simplement un exemple de ce que nous constatons dans de nombreuses autres sociétés liées aux matières premières comme Schlumberger, dont le cours a chuté presque autant que celui de CNQ pendant cette période bien que ses activités se portent extrêmement bien. Avec un cours du pétrole supérieur à 100 \$, les producteurs de pétrole augmentent leurs budgets d'exploration pour 2012 de plus de 10 % ce qui renforce les bénéfices de Schlumberger. Pratiquement tous les nouveaux champs de pétrole sont difficiles à exploiter et « consomment de nombreux services pétroliers », ce qui signifie que, même si la même quantité de pétrole va être produite, des sociétés comme Schlumberger vont augmenter leurs ventes et leurs bénéfices. D'ailleurs, il convient de noter que CNQ et Schlumberger ont toutes les deux des ratios cours/bénéfice inférieurs à celui de McDonald's, bien que leur taux de croissance à venir soit nettement plus rapide.

Figure 12: Graphique du cours du brut y compris une moyenne mobile sur 260 jours, en \$ US, en 2011

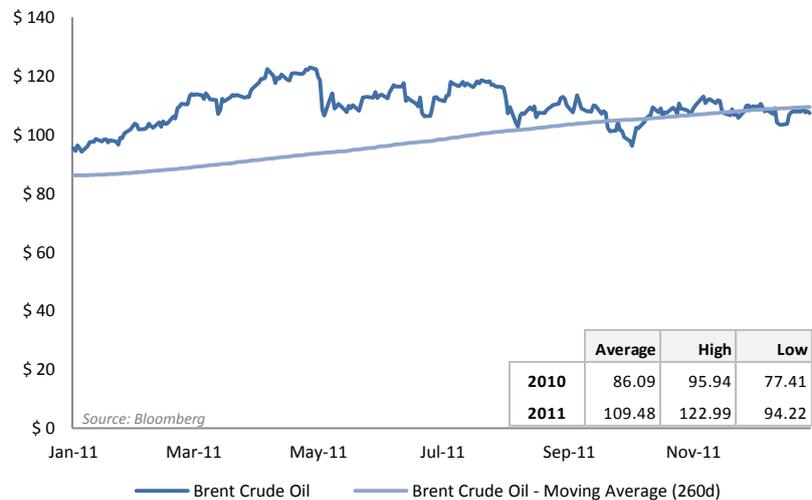
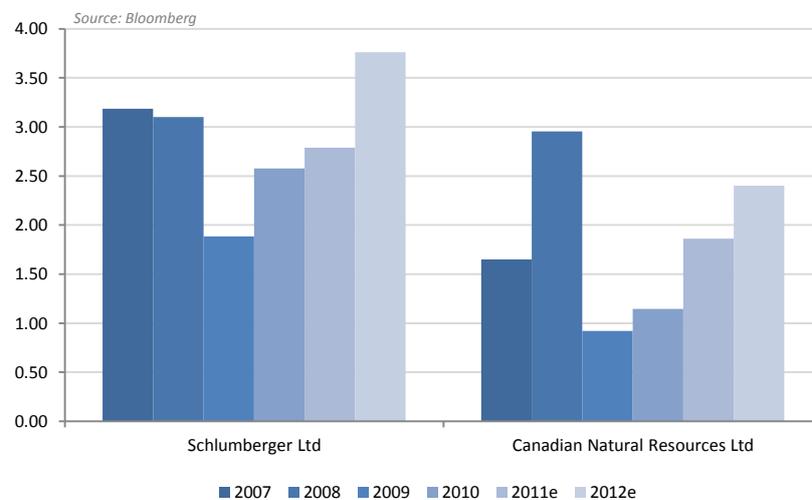


Figure 13: Bénéfice par action de Canadian Natural Resources et de Schlumberger, en euros, 2007-2012(e)



Quadra Mining est une autre position que nous détenons depuis longtemps. Elle a commencé l'année à environ 16 \$ par action. Tout au long de l'année, à nouveau, à cause du « sentiment » des marchés, l'action n'a cessé de baisser pour atteindre son plus bas historique à 8,14 \$ début octobre. Début décembre, KGHM, un producteur polonais de cuivre et d'argent, a lancé une offre d'achat au comptant de 15 \$ par action. L'action s'est échangée au-dessus de ce cours depuis lors, ce qui indique que le marché est convaincu qu'un autre acteur fera une offre supérieure. Ceci démontre combien le cours du début du mois d'octobre n'était pas du tout en phase avec la réalité : à ce moment-là, les actions

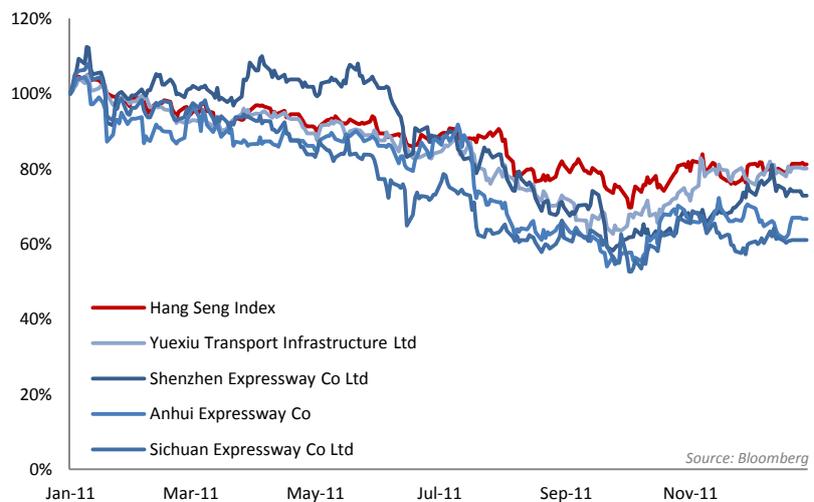
Quadra s'échangeaient à 0,6 fois leur valeur comptable, sans tenir compte des énormes réserves de la société.

Dans la mesure où l'évolution du cours a été influencée par le sentiment du marché (nous reviendrons sur ce point plus en détail ultérieurement) et non par les fondamentaux, l'évolution du cours va s'inverser. Elle l'a toujours fait et le fera toujours.

Une histoire similaire s'est produite dans un autre domaine de notre portefeuille avec une performance très négative : les actions asiatiques. Examinons notre position la plus importante : les routes à péage chinoises.

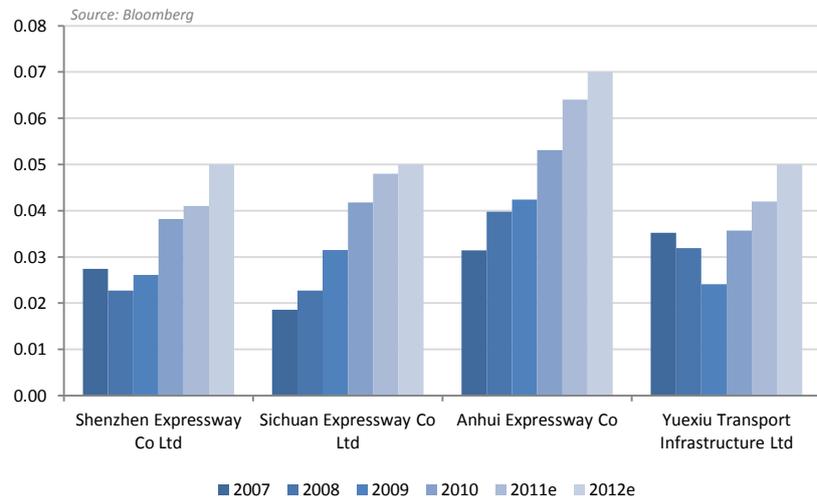
Nous détenons (et nous avons détenu pendant plusieurs années) quatre sociétés de routes à péage : Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway, et Yuexiu Transport Infrastructure (anciennement GZI). La figure 14 illustre l'évolution du cours des actions pendant l'exercice.

Figure 14: Cours des actions Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway, Yuexiu Transport Infrastructure et Hang Seng Index, 2011, en euros, indexés



À nouveau des performances médiocres, mais regardons de plus près leurs performances en termes de bénéfices:

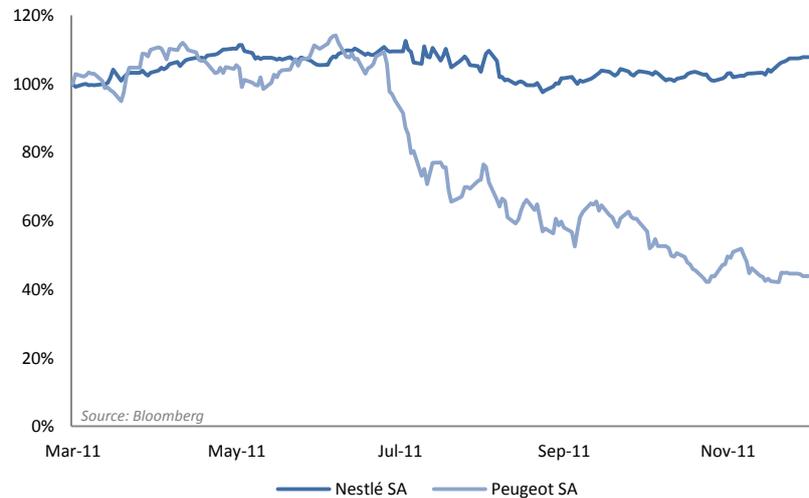
Figure 15: Bénéfice par action de Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway et Yuexiu Transport Infrastructure, en euros, 2009-2012(e)



Shenzhen Expressway, par exemple, s'échange avec un ratio cours/bénéfice de 8 et verse un dividende de 6,5 %. Cette société enregistre et continuera d'enregistrer un taux de croissance des bénéfices à deux chiffres pendant de nombreuses années. À titre de comparaison : les sociétés de routes à péage européennes comme Brisa (Portugal) ou Atlantia (Italie) ont des ratios cours/bénéfice supérieurs à 10 et une croissance nulle ou négative. Abertis (Espagne) anticipe un taux de croissance modeste (environ 3 %) mais s'échange avec un ratio cours/bénéfice de 13,5. Manifestement, le sentiment du marché (prônant un « atterrissage chinois brutal » dans ce cas) a davantage influencé la valorisation du cours des actions que les fondamentaux.

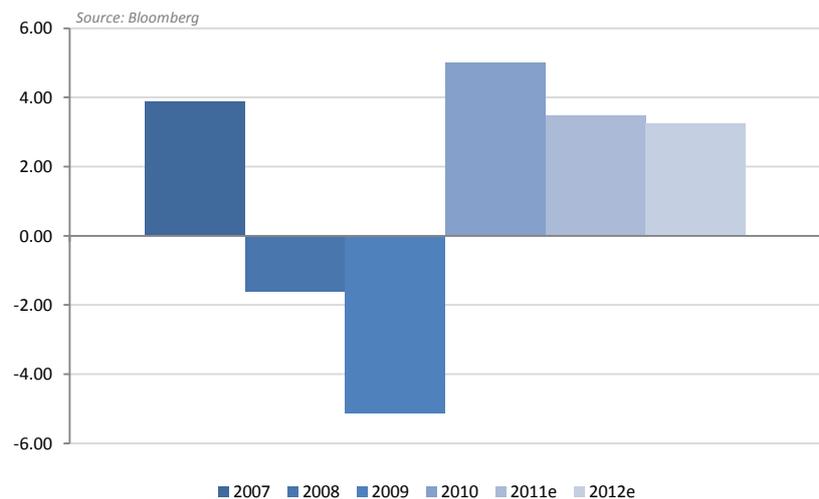
Nous avons donc un portefeuille qui s'est très bien comporté avec deux domaines qui ont enregistré de très mauvaises performances. Dans les présentations que nous avons effectuées au printemps (et dans notre lettre d'information de mars 2011) nous avons même pris, par pure coïncidence, Nestlé et Peugeot comme exemples et avons indiqué alors que nous pensions que Nestlé était un meilleur investissement avec un ratio cours/bénéfice de 15 que Peugeot dont le ratio était de 5. La figure 16 illustre l'évolution du cours des actions depuis cette période, à dividendes inclus : Nestlé est en hausse de 5 %, Peugeot en baisse de 50 % et l'indice mondial en baisse de 4 %.

Figure 16: Cours des actions Nestlé et Peugeot, entre fin mars et la fin de l'année 2011, en euro, indexés



Nous pensons que le cours des actions Canadian Natural Resources et Schlumberger vont revenir à leur niveau antérieur à la chute de cette année (voire dépasser ce niveau) dans un avenir proche. Nous ne pensons pas que ceci soit le cas avec Peugeot. La figure 17 illustre ses bénéfices pour les dernières années, plus les prévisions pour l'année prochaine (ce qui, à notre avis, est bien moins facile à prévoir que pour CNQ ou Schlumberger, sans parler des autoroutes chinoises).

Figure 17: Bénéfice par action de Peugeot, en euro, 2007-2012(e)



Pour résumer : la performance décevante que nous avons enregistrée cette année est principalement imputable aux fortes chutes de deux types d'actions qui ont été, à nos avis, injustement influencés par le sentiment du marché, ce qui est injustifié par rapport à leurs fondamentaux.

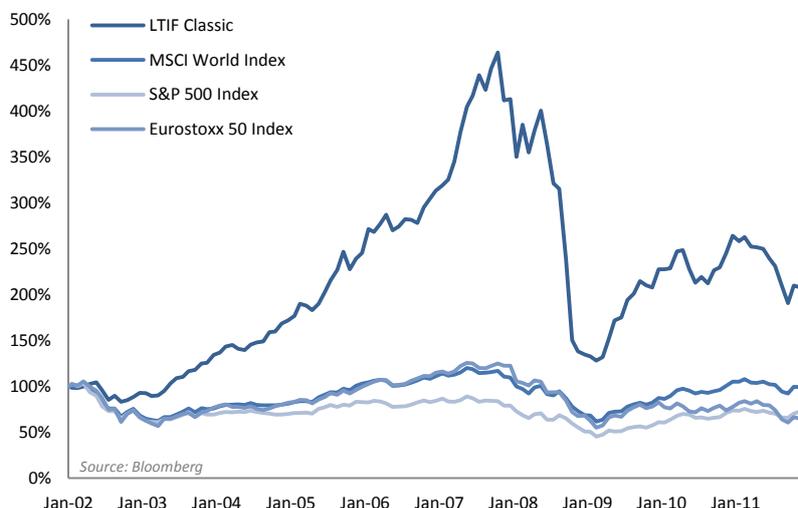
Ceci signifie que nous sommes très déçus par la performance des fonds mais que nous trouvons une consolation dans le fait que la réalité économique de notre portefeuille (les sociétés et non les actions) a fait augmenter et non baisser la valeur de nos fonds cette année.

Ceci étant dit, il ne serait pas réaliste de dénier les erreurs que nous avons commises. Certains titres que nous avons achetés se sont révélés moins performants par rapport à ce que nous avons pensé initialement. Nos erreurs ont consisté essentiellement à acheter des actions qui semblaient bon marché mais qui étaient trop endettées. Dans de tels cas, il suffit que l'activité de base de la société enregistre des performances inférieures aux prévisions pour qu'elle connaisse des difficultés. Parmi ces sociétés, nous pourrions mentionner Enterprise Inns, un exploitant de pubs britanniques, Sare, un constructeur d'habitations mexicain, Suzano, un fabricant de pâte et de papier brésilien, et quelques autres encore. Ces erreurs se produisent parfois, mais lorsqu'elles sont replacées dans un contexte de marchés très nerveux, elles sont très rapidement mises en évidence. Sans entrer dans tous les détails (que tous les investisseurs peuvent consulter) nous avons estimé que toutes ces erreurs coûtent à nos fonds entre 2 % à 4 %. Comme nous l'avons noté ci-dessus, nous sommes convaincus que malgré cette perte, la valeur de nos fonds est incontestablement supérieure aujourd'hui à celle de début 2011.

#### **Les dix premières années : ce qui s'est passé, ce que nous avons appris et ce que nous pouvons anticiper pour les dix prochaines années ?**

Le 14 janvier 2002, nous avons lancé le Long Term Investment Fund, d'une valeur de 5 millions d'euros. Ce jour-là l'indice Eurostoxx 50 était à 3 588,51 €. Fin 2011, l'Eurostoxx était à 2 316,55 €, soit une chute de 35,44 % après 10 ans. Le World Index est passé de 1 105,59 € à 912,49 €. Notre fonds a plus que doublé, ce qui a permis de dégager un rendement annuel de 7,81 %. Cette performance a été générée dans deux périodes très différentes : les six premières années et les quatre dernières.

Figure 18: LTIF Classic, Eurostoxx 50 Index, MSCI World Index et S&P 500 Index, de janvier 2002 à décembre 2011, en euro, indexés



Sur les six premières années, le fonds a augmenté de 465,87 %, et a enregistré une « surperformance » très régulière par rapport à l'indice mondial, de près de 20 % par an. Et ce, tout en maintenant le même ratio cours/bénéfice, et le même rendement en dividendes, ce qui signifie que nous ne nous sommes pas tout simplement contentés de surfer sur une bulle extrêmement favorable, comme pour les valeurs Internet sur la période 1997-2000. Nous y sommes parvenus en achetant une multitude de titres bon marché, en les vendant à un prix supérieur, et en achetant à nouveau d'autres valeurs bon marché. Bien que ces classements ne soient pas très significatifs, la performance de notre fonds a été une des meilleures du monde.

Ensuite, nous avons connu l'effondrement de 2008, une reprise partielle en 2009, une année moyenne en 2010 et une année médiocre en 2011 (tout du moins du point de vue de la performance comme nous en avons discuté ci-dessus). Que s'est-il passé ? Est-ce que les six premières années ont été tout simplement des années de chance ? Avons-nous perdu notre savoir-faire ? Est-ce que c'est une bonne idée, en 2012, d'investir dans des fonds gérés par SIA ? La dernière question est de toute évidence une question clé pour nos investisseurs mais, pour y répondre correctement, nous devons expliquer ce que nous faisons de manière détaillée et comment nos initiatives se traduisent par des performances.

La première explication de notre excellente performance au cours des premières années et de la correction ultérieure serait une question de hasard. Ce qui viendrait d'ailleurs conforter la sagesse financière traditionnelle selon laquelle personne ne peut battre le marché sur le long terme. La réalité a démontré, naturellement, que quelques personnes réussissent à battre le marché sur le long terme mais elles sont rares. Est-

ce que la « tendance » des premières années correspondait à une pure période de chance ?

Il est impossible de répondre à une telle question de manière catégorique mais certaines analyses statistiques peuvent être appliquées : les chances qu'un fonds surperforme un indice de plus de 5 % par pure chance sur un an est de 37 %. Un certain nombre de fonds devraient donc être en mesure de le faire, même en l'absence de compétences particulières en matière de gestion de fonds. Surperformer l'indice de plus de 5 % sur deux années consécutives est plus difficile : seuls 14 % des fonds y parviennent par chance. Et sur six ans, cela relève d'une prouesse réservée à peu d'élus, seulement 0,003 % des fonds (c'est une analyse statistique de probabilité et nous ne savons pas si ces fonds existent réellement). Mais le fonds LTIF Classic a surperformé l'indice de 20 % au cours de ces six années. La possibilité que ceci se soit produit par pure chance est de 0,0000075 %. Ce n'est pas zéro mais ce n'est quand même pas très élevé. Il semble donc raisonnable d'affirmer que ce n'est pas par pure chance que nous avons réalisé ces performances.

Comment sommes-nous donc parvenus à ces résultats ? Comme nous l'avons mentionné précédemment, nous ne nous sommes pas contentés d'acheter des titres qui augmentaient beaucoup. Notre stratégie était très explicite, bien documentée dans nos lettres d'information, et basée sur une méthode d'investissement « value ». Nous avons suivi cette stratégie, en achetant et en vendant plus d'une centaine de titres appartenant à différents secteurs et dans divers pays pendant cette période. L'origine de notre réussite repose donc sur une bonne stratégie, mise en œuvre correctement, sur plus de six ans.

Nous avons donc une bonne stratégie, mise en œuvre correctement, qui nous a récompensés par des résultats exceptionnels pendant six ans et qui semblent moins bien fonctionner aujourd'hui. Pour quelle raison ? Est-ce que le monde a changé à un tel point que cette stratégie ne vaut désormais plus rien ? Sommes-nous devenus incompetents ? En quelque sorte, la réponse est surprenante, et nous devons admettre que nous avons eu plutôt de la chance au départ et avons été très malchanceux par la suite. Étudions tout cela de manière plus détaillée.

Notre stratégie consiste (et a toujours consisté) à rechercher des sociétés dont les actions se vendent, pour un motif quelconque, à un prix inférieur à ce que nous estimons être leur « valeur intrinsèque », c'est-à-dire à un prix qui nous offre de très bons rendements à long terme pour les actionnaires des sociétés. Nous n'avons jamais tenté de « deviner » si les marchés, de manière générale, ou nos actions, en particulier, allaient monter ou baisser. Notre hypothèse de base est la suivante : trouver une bonne société à un prix bas et laisser le cours de l'action refléter au final les bénéfices de l'activité. Si l'analyse est correcte (c'est-à-dire si les bénéfices sont au rendez-vous), la stratégie fonctionnera et sera reflétée dans l'appréciation du cours de l'action sur le long terme.

Mais pour que cette stratégie fonctionne à court et moyen terme (disons entre un et cinq ans), deux facteurs sont requis, indépendamment de la qualité des analystes : l'existence de sociétés rentables, cotées à des prix bas, et une valorisation de ces sociétés par les marchés, qui tienne compte des fondamentaux.

Nous avons eu de la chance pendant les six premières années car ces deux facteurs étaient réunis. Il existait même des sociétés rentables et bon marché dans lesquelles nous pouvions investir. Les marchés ont alors été confrontés à l'explosion de la bulle Internet et ont entraîné dans leur sillage des sociétés rentables. Ces sociétés n'avaient même pas progressé du tout car elles n'étaient pas à la mode. Les actions Berkshire Hathaway, par exemple, ont chuté de 50 % en 1999 car elles n'étaient pas considérées comme faisant partie de la soi-disant « nouvelle économie », bien que la société ait engrangé des bénéfices record. En plus de ces sociétés rentables, démodées et sous-valorisées, nous avons « découvert » plusieurs domaines qui étaient très peu prisés après de nombreuses années de sous-performances, comme l'énergie, les sociétés minières, le transport, etc. Lorsque nous avons commencé à examiner ces sociétés, nous n'arrivions pas à croire à quel point elles étaient bon marché compte tenu de la dynamique à long terme de l'offre et de la demande de leurs secteurs respectifs. À ce moment-là, très peu d'investisseurs le faisaient et il était possible d'acheter des sociétés à des prix ridicules (le cours de certaines d'entre elles s'est depuis multiplié par plusieurs fois et est toujours bon marché). S'agissant de notre stratégie, il y avait une pléthore d'opportunités.

La seconde condition s'est également appliquée jusqu'au milieu de l'année 2007 : les marchés ont été relativement rapides à reconnaître leur véritable valeur. Ceci peut se constater indirectement dans l'indice de volatilité, comme indiqué sur la figure 10. Les investisseurs n'avaient pas « peur » et continuaient de rechercher de bons investissements. Si nous en trouvions un, le marché ne mettait pas très longtemps (quelques trimestres) à reconnaître sa valeur et à faire augmenter le cours en conséquence. C'est important car cette « majoration rapide » nous a permis de vendre les actions initiales et d'acheter d'autres actions à des prix bas (parce que nous avons continué d'en trouver). Ceci s'est traduit par une augmentation de plus de 20 % par an au niveau du bénéfice par action de notre fonds, ce que très peu de sociétés peuvent réaliser sur six années consécutives. Dès lors, nos performances ont été tirées d'une quantité d'opportunités, d'une stratégie consistant à trouver ce type de sociétés et à en tirer profit et de l'assez bon travail qui a été accompli en appliquant la stratégie.

Mais que se passe-t-il maintenant ? Notre stratégie est la même et nous avons beaucoup appris sur l'investissement au fil des ans. Nous ne sommes pas devenus stupides tout à coup. Il doit y avoir un facteur externe qui pose problème. Ce facteur externe est également illustré sur la figure 10 : après l'effondrement total de 2008, les investisseurs se sont

habitués à effectuer des transactions en se basant sur des données d'ordre macro-économique.

Au cours des 25 années qui ont précédé 2008, les marchés n'ont perçu aucun problème pouvant « mettre leur vie en danger ». Il y a eu des récessions et des booms économiques mais ils ont toujours été modérés et sont intervenus à différents endroits et à différents moments. À aucun moment il n'a été perçu que le « système » tout entier pourrait s'écrouler (quoi que cela puisse signifier, à vrai dire pas grand chose). En fait, une fois que la dernière bulle a été digérée, les premières années de ce siècle ont été appelées la période de « la grande modération ». La volatilité, telle que mesurée par l'indice VIX, a été à ses plus bas niveaux pendant plusieurs années avant 2008. Puis, soudainement, tout a semblé s'effondrer et il paraissait même possible que la banque qui détenait les économies de toute notre vie puisse disparaître. Le cours des actions a réagi en conséquence – un mouvement de panique totale. Par la suite, les autorités sont intervenues pour sauver la situation : les actifs pour lesquels un effondrement total avait été prédit, ont rebondi fermement. Mais les solutions prises à ce moment-là n'ont pas été assez fermes au final, ce qui s'est traduit par un nouveau plongeon. Et ainsi de suite pendant quatre ans.

Des investisseurs « value » renommés, de longue date, tels que Warren Buffett, Sir John Templeton, Peter Lynch, etc. ont toujours dit qu'ils n'accordaient aucune importance à l'environnement macroéconomique. Il existe deux bonnes raisons à leur manque d'intérêt : une d'entre elles est que quel que soit l'intérêt que vous y accordez, vous ne savez jamais ce qui va se passer. L'autre raison est que cela n'a pas vraiment d'importance sur le long terme : les bonnes sociétés évoluent dans des environnements très variés mais s'en sortent très bien.

Néanmoins, lorsque le marché fait une fixation sur des problèmes macroéconomiques très graves, le court terme ignore tous les fondamentaux pour se concentrer sur le « problème du jour » comme le feraient de petits fonctionnaires en arrivant au travail le matin. C'est un environnement dans lequel notre savoir-faire est totalement incapable de produire une bonne « performance » qui peut être évaluée par une augmentation relativement stable du cours de nos actions. Pour nous, un tel environnement est totalement aléatoire et notre champ d'action est relativement limité.

Retournons à nos investissements, en prenant, par exemple, les sociétés de ressources naturelles. À l'heure actuelle, elles s'échangent à ce que nous considérons être un prix bas. Nous pensons que, en moyenne, les acheter nous procurerait des rendements annuels bien supérieurs à 16 % sur une très longue période. Ceci implique naturellement que les cours du pétrole et du cuivre ne fluctuent pas au-delà de nos prévisions, à la hausse comme à la baisse. Nous avons expliqué de quelle manière nous effectuons ces estimations à long terme dans de nombreuses lettres d'information et nous avons vu juste depuis plus de cinq ans.

Comme le savent la plupart de nos lecteurs, le baril de pétrole s'échange actuellement au-dessus de 100 \$. Nous pensons qu'il existe une possibilité que ce prix baisse aux cours des premiers mois de 2012 et qu'il se reprenne fortement ensuite. Les approvisionnements en provenance de Libye reprennent et le taux de croissance de l'économie mondiale est légèrement inférieur aux prévisions. On pourrait envisager un baril à 80 \$ puis à un retour au-dessus de 100 \$. C'est ce que nous avons intégré dans notre estimation de la valeur à long terme des producteurs de pétrole.

Nous savons tous que, si le cours du pétrole chute, les actions des compagnies pétrolières ont tendance à baisser. Mais notre analyse (et c'est tout simplement du bon sens) indique que le cours du pétrole soit à 80 \$ au lieu de 100 \$ pendant quelques mois ne change pas la valeur intrinsèque de nos sociétés. Devons-nous vendre si nous craignons que le cours des actions puisse chuter, même si la valeur intrinsèque est bien réelle ? Est-ce que nous devons jouer le jeu de tenter d'anticiper ce que va faire le marché, quels que soient les fondamentaux ?

Jusqu'à présent, nous avons suivi une stratégie « basée sur les fondamentaux » : nous achetons ce que nous estimons être bon marché compte tenu de la valeur à long terme de la société et vendons ce qui est cher. Et c'est cette stratégie que nous souhaitons continuer d'appliquer. Nous ne pouvons pas honnêtement vendre et acheter des actions sur des « sentiments » sur l'orientation du marché pour le mois suivant, parce que nous n'avons aucune expérience particulière sur l'application de ce type de stratégie. Ceci signifie que lorsque tout le monde pense que les marchés vont chuter, nous allons probablement enregistrer de mauvais résultats aussi (parce que tous les autres vont vendre).

Il est donc très important que nos investisseurs sachent pertinemment ce qu'ils achètent lorsqu'ils investissent dans nos fonds. Ils achètent des positions dans des sociétés que nous estimons être de très bons investissements sur le long terme. Ils n'achètent pas un instrument des marchés financiers que les gérants tenteront de surperformer quelle que soit la tendance du marché. Les périodes comme celle que nous traversons actuellement sont difficiles dans la mesure où l'analyse des fondamentaux ne compte pas beaucoup dans les résultats à court et moyen terme. Mais nous estimons que notre stratégie est bonne à long terme et nous pensons que nous avons fait un travail satisfaisant pour la mettre en œuvre.

Néanmoins, ceci ne signifie nullement que nous n'ayons pas commis d'erreurs. En fait nous avons essayé d'en tirer les leçons. Les paragraphes suivants décrivent les quelques leçons que nous avons tirées, aucune d'entre elles n'étant une « découverte ». Si l'on insiste un peu, nous admettrons que nous « connaissions » ces choses. Mais nous les avons vues mises en pratique au fil du temps et nous avons maintenant tiré des règles spécifiques à suivre, que nous n'avons pas toujours suivies par le passé.

Qu'avons-nous appris ?

1. **Équilibre risque/bénéfice.** La leçon la plus importante que nous avons tirée, parce qu'elle a le plus gros impact sur la performance, c'est ce que nous ne pouvons pas viser des rendements maximums, même lorsque nous sommes complètement convaincus que notre analyse est correcte et que les événements finissent par nous donner raison. Les investissements à rendements très élevés sont assortis d'une volatilité très élevée et il existe des limites de volatilité qu'un fonds public peut supporter. Lorsque nous avons tort (ce qui se produit heureusement bien moins fréquemment), les conséquences sont bien pires naturellement : la perte est alors importante. Nous avons actuellement un portefeuille très équilibré comme nous allons en discuter ci-dessous.
2. **Valeurs « piège ».** Au cours de la plupart des premières années de notre travail, nous avons pratiquement interprété, tant au niveau de la sélection des titres que dans nos communications destinées aux investisseurs, un « faible ratio cours/bénéfice » comme un synonyme de « bon marché ». Mais nous savions pertinemment qu'un ratio cours/bénéfice faible est parfois un mauvais signe et nous avons agi en conséquence. Nous connaissons également le cas contraire : par exemple, une société minière qui est sur le point d'ouvrir une nouvelle mine et de doubler sa production peut être très attrayante même si elle affiche un ratio cours/bénéfice élevé pour l'exercice en cours. C'est la raison pour laquelle nous avons commencé à utiliser le « ratio cours/bénéfice ajusté » (comme nous l'avons expliqué dans notre lettre d'information du mois de décembre 2007), et nous avons publié récemment notre Rendement Prévu pour le fonds plutôt que son ratio cours/bénéfice sujet qui sera développé plus en détail ultérieurement). Mais cette approche est plus profonde : une action peut être un excellent investissement même si elle a un « ratio cours/bénéfice structurellement élevé » et, à l'inverse, un ratio cours/bénéfice constamment bas peut ne pas être un indicateur d'un bon investissement.

Nous avons discuté des points ci-dessus de manière détaillée dans notre lettre d'information de mars 2011, et expliqué à cette époque pour quelle raison nous pensions que Nestlé, avec un ratio cours/bénéfice de 15, était un meilleur investissement que Peugeot, avec un ratio cours/bénéfice de 5. La raison principale étant que les actions sont achetées pour une période indéfinie, ce qui peut signifier une longue période. Étant donné que les sociétés ne distribuent pas tous leurs bénéfices sous forme de dividendes, les nouveaux bénéfices qu'elles réalisent sur ce qu'elles ont imputé au report à nouveau constituent un élément clé pour leurs rendements à long terme. Les sociétés qui sont en mesure de réinvestir une partie significative de leurs bénéfices dans une activité très rentable ont une valeur bien supérieure à celles qui

n'ont pas cette capacité. Néanmoins, les sociétés dont le ratio cours/bénéfice est faible peuvent être intrinsèquement destructrices de valeur si elles réinvestissent leurs bénéfices dans des activités ruineuses, comme l'ont fait la plupart des sociétés du secteur automobile et des compagnies aériennes par exemple.

- 3. L'alignement de la direction sur l'intérêt des actionnaires est primordial.** Ce point est en quelque sorte lié au précédent. Imaginez une société dont l'activité est très rentable mais dont les opportunités de croissance ne sont pas très bonnes à cause de la saturation du marché. La méthode qu'utilisera la direction pour gérer la « trésorerie excédentaire » constituera un facteur déterminant pour la rentabilité à long terme de la société. La plupart des dirigeants préféreraient plutôt réinvestir les liquidités (même dans des entreprises pas du tout rentables) plutôt que les distribuer aux actionnaires. Étant donné que, par définition, leur activité de base ne peut croître, ils présenteront souvent ces investissements comme de grandes opportunités. Néanmoins, ces investissements ressemblent souvent davantage à des « aventures incertaines » dans des pays ou secteurs industriels que la société ne connaît pas, ou alors se composent de bonnes sociétés acquises à des prix très élevés, ce qui détruira la valeur pour les actionnaires qui effectueront cette acquisition. Il est difficile de trouver des dirigeants dont les rétributions dans le monde réel sont liées au final à la taille des sociétés qu'ils dirigent – qui se priveraient de miser sur la croissance d'une société non rentable pour verser les liquidités excédentaires aux actionnaires.

C'est quelque chose que nous connaissons naturellement mais nous avons appris à nos dépens que l'alignement des intérêts de la direction sur ceux des actionnaires représente un des critères clés dans le milieu des investissements. Même si tout le reste semble indiquer qu'il s'agit d'une excellente opportunité d'investissement (rendements anticipés élevés, position concurrentielle solide, cours de l'action bas, etc.), c'est une démarche à éviter s'il n'existe aucun alignement entre les intérêts de la direction sur ceux des actionnaires. La direction peut facilement détruire la plus grande partie de la valeur créée par une entreprise, et son attitude constitue dès lors un facteur déterminant. En fait, il convient de se placer dans une perspective à long terme pour décider si une société est un investissement « value » ou non, quel que soit le niveau actuel (dans une certaine mesure) de son ratio cours/bénéfice.

- 4. La plupart des petites sociétés sont trop fragiles pour être des investissements sûrs.** Il est assez clair que nous vivons dans un monde relativement imprévisible. Le jeu ne consiste donc pas à s'assurer qu'aucun problème ne surviendra (ce qui relève de l'impossible) mais d'investir dans des sociétés qui peuvent faire face à toutes les turbulences des marchés. Malheureusement, les

petites sociétés sont rarement assez résistantes. Elles ont tendance à ne pas obtenir de seconde chance. Seules les sociétés qui ne sont pas endettées et qui s'appuient sur de bonnes performances passées dans un secteur industriel stable présentent un intérêt.

5. **Les dettes sont toxiques.** Nous sommes passés d'une période où l'argent était facile à obtenir à une période d'absence de liquidités. Même si c'est difficile à croire, l'Espagne payait moins que l'Allemagne pour rembourser sa dette souveraine il y a tout juste cinq ans (tel que mentionné ci-dessus) et les sociétés pouvaient emprunter tout l'argent dont elles avaient besoin pour mener à bien tous types de projets. Le problème avec les liquidités c'est qu'elles sont disponibles uniquement jusqu'à ce que vous en ayez réellement besoin. La dette n'est pas simplement un amplificateur dans la mesure où, si les bénéfices sont bons, il se produit une augmentation et, si les bénéfices sont bas, une diminution. S'il ne s'agissait que de cela, il serait facile de gérer la volatilité. Le vrai problème avec la dette, c'est que tôt ou tard, la société ne sera plus en mesure de la refinancer et qu'elle devra liquider des actifs – au prix le plus bas du cycle. L'endettement des sociétés (ou des particuliers) se traduira par des pertes permanentes conséquentes. C'est juste une question de temps. Certains réussissent à les éviter néanmoins pendant longtemps. Mais avec un fonds comme le nôtre qui a bien l'intention de rester très longtemps sur le marché, l'endettement ne peut que se traduire par de mauvais rendements à terme.

Outre ces « leçons », nous avons acquis une quantité importante de connaissances sur des sociétés et secteurs industriels. Le côté positif du travail des analystes est qu'il est en grande partie cumulatif : dès que nous comprenons le mode de fonctionnement d'un secteur donné, tout ce que nous devons faire, c'est suivre les dernières évolutions, ce qui prend bien moins de temps que l'analyse initiale. Au fil des ans, nous avons donc acquis des connaissances approfondies sur la méthode de valorisation des sociétés cycliques, des sociétés de produits de consommation, des sociétés de ressources naturelles, des assureurs, des réassureurs, etc. De surcroît, nous connaissons désormais parfaitement les détails de nombreuses sociétés et nous connaissons même leurs dirigeants. Tous ces éléments rendent notre fonds solide et ouvrent de nouvelles perspectives d'avenir.

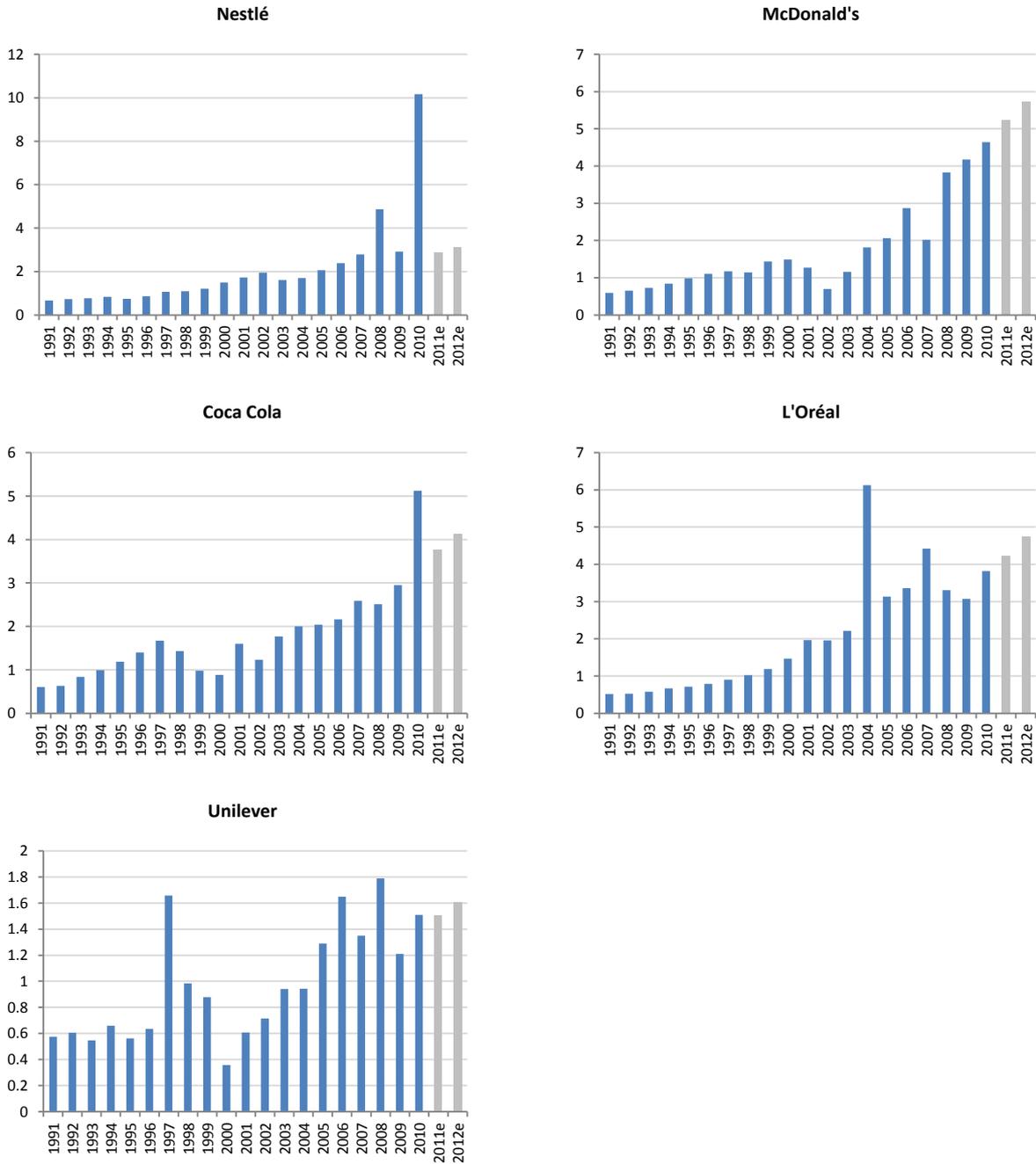
#### **De quelle manière construisons-nous actuellement nos portefeuilles ?**

Tous les enseignements que nous avons tirés nous ont amenés à structurer nos choix d'investissements d'une manière différente qui est à notre avis relativement originale et pourrait également nous permettre de réaliser de bons résultats. Nos choix d'investissements comprennent désormais plusieurs concepts et pratiques clés.

1. **Le concept « action sans risque ».** Puisque nous avons décidé d'investir nos fonds principalement en actions ordinaires, nous commençons par déterminer l'investissement le « moins risqué » que nous pourrions effectuer. Il s'agit d'une question très importante naturellement. L'édifice entier de la finance académique et professionnelle s'articule autour de l'idée qu'il faut déterminer en premier lieu le rendement de « l'actif sans risque » puis analyser quels pourraient être les spreads (primes) de tous les autres actifs, compte tenu de leur risque supplémentaire. Nous adaptons ce concept à l'univers des actions.

Mais quelle est la définition d'une « action sans risque » ? Est-ce qu'il est vraiment possible de trouver une telle action ? Naturellement, dans un monde qui a vu la dégradation de la dette souveraine américaine, il ne semble pas y avoir beaucoup de chances de trouver de véritables actifs sans risques. Après tout, une guerre nucléaire pourrait se déclarer un jour ou l'autre. Mais, mis à part les cataclysmes extrêmes, il existe des actions qui, à notre avis, sont non seulement les moins risquées, par rapport à d'autres actions, mais sont réellement sans aucun risque pour le long terme en chiffres absolus. Certaines sociétés exercent leurs activités dans certains domaines et bénéficient de positions qui nous permettent d'envisager une rentabilité à long terme pratiquement sous toutes les circonstances. À cet égard, la crise de 2008-2009 a été utile car elle nous a fait passer un stress test très sérieux, en situation réelle. La figure 19 illustre les bénéfices par actions sur les 20 dernières années pour un certain nombre de sociétés : Nestlé, McDonald's, Coca-Cola, L'Oréal, Unilever.

Figure 19: Bénéfice par action de Nestlé, McDonald's, Coca-Cola, L'Oréal et Unilever, dans les principales devises, au cours des 20 dernières années (Source: Bloomberg)



Naturellement, il ne suffit pas de se contenter d'observer un niveau de rentabilité très stable. Étant donné que le futur peut être (et sera) différent du passé, nous devons comprendre pour quelles raisons ces sociétés sont si stables. Après tout, des sociétés qui étaient rentables autrefois (pensez à Kodak) cessent parfois de l'être.

Prenons le cas de Nestlé. Cette société exerce son activité essentiellement dans l'industrie alimentaire. C'est un secteur très stable : la quantité de produits alimentaires consommés est pratiquement la même tous les ans, quelle que soit la conjoncture économique. Ce secteur est donc très différent, par exemple, de secteurs comme l'industrie automobile ou les compagnies aériennes sur lesquels une récession exerce un impact sérieux sur la demande. Mais il existe d'autres raisons expliquant la stabilité de Nestlé. Cette société vend de nombreuses gammes de produits alimentaires sous ses propres marques, difficiles à répliquer, à travers des canaux de distribution qui sont très difficiles à pénétrer et dans plus de 113 pays. Nestlé a fait cela depuis dix ans et a acquis une expérience énorme dans ses différents métiers. Lorsqu'une gamme de produits ne donne pas les résultats escomptés dans un pays, la société dispose de nombreux moyens pour résoudre le problème. Il est très difficile d'imaginer pour quelle raison les bénéficiaires plongeraient sérieusement une certaine année. En fait, même la « Grande Récession » que nous avons vécue récemment n'a pas donné lieu à une telle chute. Il est évident que l'avenir sera différent du passé mais nous anticipons moins de défis à relever par Nestlé que, par exemple, par Apple Inc. : Nestlé est bien moins tributaire d'innovations radicales et imprévues. Elle n'est pas soumise au risque de réglementations gouvernementales permanentes, comme celles qui touchent les banques et les sociétés de services publics ; elle n'est soumise à aucun risque de change (elle vend dans toutes les devises du monde entier et achète ses produits dans la plupart des pays du monde) ; et elle n'est pas endettée. Son activité ne requiert aucun investissement initial énorme en immobilisations. De plus, la société peut facilement augmenter ou diminuer son engagement vis-à-vis de certaines activités et de certains pays pour s'adapter à des évolutions imprévues (au moins, par comparaison avec des sociétés, comme les raffineries qui ne possèdent entièrement que quelques actifs immobiliers).

Mais des sociétés comme Nestlé peuvent également passer par de mauvaises périodes : elles ont eu leurs lots de scandales, quelqu'un pourrait altérer ou empoisonner leurs produits ou, par exemple, une de leurs usines pourrait exploser et tuer beaucoup de gens. Mais, selon toute probabilité, aucun de ces événements ne nuirait de manière permanente à la rentabilité de la société.

Nous pouvons néanmoins diminuer le risque associé à la détention d'actions Nestlé en ne détenant pas uniquement des actions Nestlé mais un panier d'actions, tel qu'il est indiqué sur la figure 19 (plus de nombreuses autres actions comparables). Elles partagent toutes les mêmes caractéristiques en termes de stratégie et leur diversité contribue à diminuer le risque du portefeuille global. Il est important de souligner que, dans le monde réel, ce panier d'actions est probablement moins risqué que tout autre actif qui peut être acheté. C'est sûrement moins risqué qu'un actif immobilier, des dettes souveraines du type « *investment grade* » (qui sont vraiment soumis à des risques inflationnistes), des métaux précieux, etc. En tant qu'actions, leurs cours continuera de monter et de baisser tous les jours mais en tant que générateurs de bénéfices, nous pouvons compter sur la stabilité de ces sociétés.

Après avoir déterminé qu'il existe réellement un groupe d'actions assorties d'un risque économique très faible, nous devons déterminer quelle sera leur rentabilité si nous décidons d'en acheter. Cet exercice est très facile avec les traditionnels emprunts d'État à court terme « sans risque » : il suffit de lire les journaux. Le rendement des emprunts d'État américains à 1 an est de 0,1 % à compter de ce jour. La valorisation des actions est un exercice autrement compliqué.

Dans notre lettre d'information du mois de mars 2011, nous avons expliqué notre méthode de valorisation d'une société très stable comme Nestlé :

*Le taux de rendement des capitaux propres de cette société tourne autour de 18 %-20 % chaque année. La moitié des bénéfices est reversée sous forme de dividendes et l'autre moitié est réinvestie dans la société. Le rendement en dividendes est actuellement de 3,5 %. Ceci signifie que, en tant que détenteur d'une action Nestlé, l'investisseur perçoit 3,5 % du cours de l'action actuel en espèces (le dividende) alors que 3,5 % (l'autre moitié des bénéfices) est conservée par la société qui les réinvestit avec un taux de rentabilité moyen des capitaux investis de, disons 19 %. Ceci signifie que le dividende peut augmenter d'environ 8 % à 10 % chaque année. Et c'est ce qui s'est passé réellement au cours des 20 dernières années (...). Si un investissement donné rapporte 3,5 % en espèces et fait croître ce paiement de 8 % par an, cela revient à un investissement qui rapporterait 11,5 % par an. Et c'est l'appréciation qui a été enregistrée par le cours des actions Nestlé, y compris les dividendes, au cours des 20 dernières années (...).*

En appliquant cette méthode, le rendement que nous pouvons anticiper, aux niveaux de prix actuels de ces actions « sans

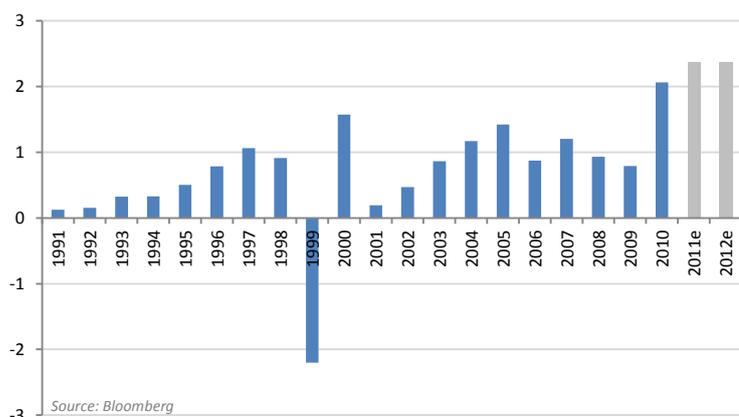
risque », est approximativement de 11 % en moyenne sur le long terme.

Nous détenons désormais un actif (un panier « d'actions sans risque ») dont le rendement tourne autour de 11 %. Dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement bas, nous pensons que c'est un très bon rendement : un investissement comparable à long terme serait l'emprunt d'État allemand à 20 ans dont le rendement est actuellement de 2,5 %. Et il est important de souligner que les emprunts d'État sont touchés par le risque très réel de l'inflation, alors que les actions ne sont pas affectées par ce risque. Le rendement différentiel *réel* est même meilleur pour ces actions.

Étant donné que ces actions sont « sans risque » et qu'elles nous assurent ce que nous estimons être un rendement très satisfaisant, nous pouvons tout simplement investir tout notre argent dans ces actions. En fait, pour décider d'acheter tout autre type d'action, nous devons trouver un rendement supplémentaire qui offre une compensation supérieure aux risques que ces titres nous feraient courir si nous décidions de les acheter.

2. **La « répartition des risques ».** Prenons une société comme Intel Corp. (que nous avons en portefeuille). C'est le leader mondial absolu des puces d'unités centrales d'ordinateurs (le « cerveau » de la machine) : sa part de marché est supérieure à 70 % et en augmentation. Sa position est difficile à attaquer : ses économies d'échelle sont énormes, ce qui lui permet de dépenser plus que tout concurrent dans le domaine de la recherche et pour réaliser des investissements dans des usines. Ceci s'est transcrit par une excellente rentabilité à long terme, comme l'indique la figure 20.

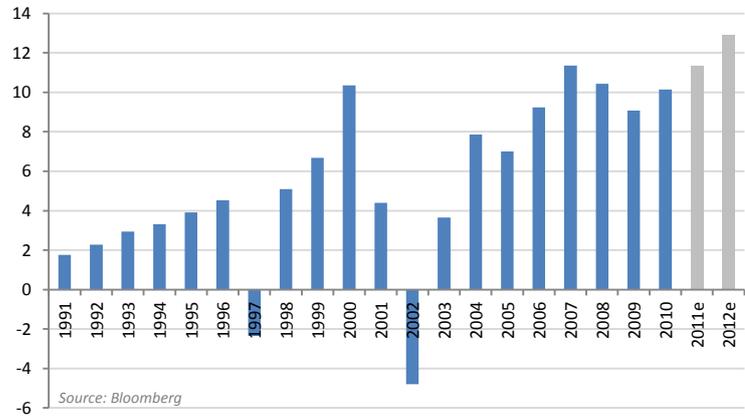
Figure 20: Bénéfice par action d'Intel, en USD, au cours des 20 dernières années



Et que nous réserve l'avenir ? À vrai dire, il est difficile d'imaginer qu'Intel perde sa position dans le secteur des ordinateurs. Mais la société a mis un certain temps à pénétrer le marché des puces à faible consommation d'énergie, qui constituent le cœur des Smartphones et des tablettes. C'est une activité à forte intensité de capital qui connaît des hauts et des bas. Il semble plus facile de parier que Nestlé vendra toujours des chocolats dans 20 ans que sur le maintien de la position de marché actuelle d'Intel. Bien que cette position soit pour l'instant excellente et que sa croissance supérieure à celle de nombreuses actions « sans risque », elle n'est pas tout à fait « sans risque ». Nous n'investirons donc dans Intel que si elle nous donne un Rendement Estimé nettement au-dessus (disons, de 20 % ou plus) de celui des actions sans risque.

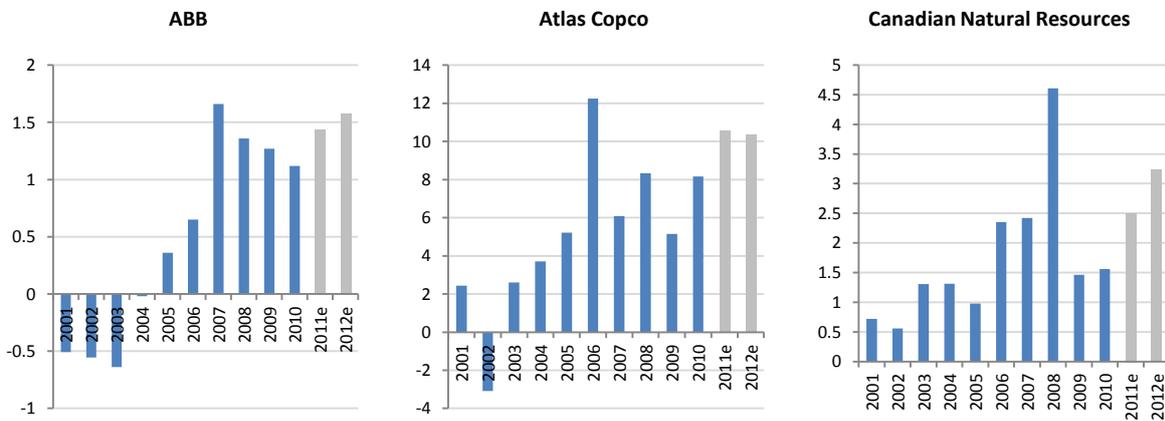
Nous pourrions continuer d'analyser les actions et d'observer tout d'abord leur niveau relatif de risque (c'est-à-dire le caractère incertain de leurs rendements), puis « l'écart » (ou l'absence d'écart de ces rendements par rapport à ceux des actions « sans risque »). Chez SIA nous classons toutes les actions en quatre catégories, que nous appelons tout simplement la catégorie 1, 2, 3 et 4. La Catégorie 1 comprend les actions sans risque. La Catégorie 2 comprend des sociétés qui ont des positions extrêmement solides et un niveau de risque très faible, mais il subsiste quelques points d'interrogation (technologie, réglementation, concurrence, etc.). Intel correspondrait à ce type de société, tout comme Roche (la figure 11 illustre les données historiques de ces sociétés). De nombreuses compagnies de réassurance relèvent également de cette catégorie.

Figure 21: Bénéfice par action de Roche, en francs suisses, au cours des 20 dernières années



La Catégorie 3 comprend des sociétés très solides qui sont soumises au cycle économique inévitable de leurs secteurs respectifs. Des sociétés industrielles solides (ABB, Atlas Copco) et des producteurs de matières premières de premier plan rentrent dans cette catégorie (voir la figure 22 pour obtenir des données historiques de ces sociétés).

Figure 22: Bénéfice par action de ABB, Atlas Copco et Canadian Natural Resources, dans les principales devises, au cours des 10 dernières années (Source: Bloomberg)



Enfin, les sociétés de la Catégorie 4 comprennent celles dans lesquelles il existe un risque de « mauvaise passe » : nous pensons aux producteurs de matières premières à coûts de production élevés, aux sociétés extrêmement cycliques, etc.

En analysant ces sociétés, nous leur attribuons tout d'abord une catégorie puis nous investissons uniquement si nous estimons que le Rendement Estimé est suffisamment élevé pour cette ca-

tégorie. Dans les conditions actuelles, nous exigeons un Rendement Estimé de 12 % pour acheter une nouvelle action de catégorie 1, de 14 % pour une action de catégorie 2, de 16 % pour une action de catégorie 3, et de 18 % pour une action de catégorie 4. Nous les vendons si le Rendement Estimé baisse de plus de deux points, soit parce que le cours de l'action est en hausse, soit parce que nous pensons que les résultats de la société seront constamment inférieurs à ce que nous avons prévu.

- 3. Constitution du portefeuille.** Nous tentons de maintenir un bon équilibre entre les différentes catégories et notre objectif est d'investir environ 25 % dans chacune de ces catégories. Mais pour cela il nous faut trouver des sociétés rentables qui sont suffisamment bon marché (c'est-à-dire que leur performance doit correspondre au Rendement Estimé souhaité) dans chaque catégorie. Dans le cas contraire, nous faisons pencher la balance en faveur d'investissements des catégories 1 et 2.

Ce classement en catégories nous aide à expliquer ce qui est arrivé à notre portefeuille en 2008 : nous avons une proportion énorme de titres des catégories 3 et 4. Lorsque la crise est arrivée, les résultats en ont pâti. Un bon nombre de nos sociétés s'en sont très bien sorties et ont renoué avec leur niveau de rentabilité. Mais cela n'a pas été le cas pour d'autres. Nous avons été touchés par 2008 et avons en conséquence modifié notre portefeuille un peu trop en faveur de catégories que nous appellerions maintenant les catégories 1 et 2 à un moment où les titres des catégories 3 et 4 étaient en fait extrêmement bon marché après le plongeon. C'est la raison pour laquelle, malgré les performances élevées de 2009 (68,9 %), le portefeuille n'a pas réussi à récupérer les pertes de la chute précédente.

Le Rendement Estimé de notre portefeuille Classic est désormais au-dessus de 15 %, et sa volatilité est bien inférieure à celle enregistrée antérieurement. Sa réussite dépendra, comme toujours, de notre capacité à déterminer correctement les Rendements Estimés et à appliquer une discipline consistant à vendre des actions dès qu'elles montent de manière que l'écart par rapport aux actions sans risque ne soit plus assez intéressant. C'est difficile à réaliser : cela signifie qu'il faut vendre des actions que nous avons « découvertes », qui surperforment le marché et qui sont toujours bon marché. Mais si nous voulons continuer d'appliquer notre approche « value », nous devons éviter de nous enticher de n'importe quelle action et nous devons la vendre dès qu'elle aura atteint son prix (déterminé par sa catégorie).

## L'avenir

Nous pensons sincèrement qu'un portefeuille qui est constitué d'actions assorties d'un niveau de risque très faible et dont le rendement est compris entre 10 et 12 %, qui est renforcé par des titres bien analysés dont le rendement est encore bien supérieur, dont l'équilibre est maintenu, est un portefeuille bien équilibré qui générera des rendements à deux chiffres à long terme. Et ceci s'applique tout particulièrement aux circonstances macroéconomiques actuelles.

Il est évident que le stress actuel subi par la zone Euro n'est pas prêt de disparaître au cours des prochaines semaines. Comme nous l'avons répété pendant de nombreuses années, le processus de désendettement des économies des marchés développés va prendre beaucoup de temps et, pendant cette période, le taux de croissance sera médiocre. Logiquement, certains trimestres (voire même certaines années) devraient être meilleurs que la moyenne et les investisseurs pourraient alors réagir comme si la crise était terminée. Forcément, certains trimestres (ou années) devraient être pires et les investisseurs pourraient alors réagir comme si une crise terrible était de retour. Aucune de ces hypothèses n'est valable. Les marchés seront volatils mais les bonnes sociétés continueront de faire des bénéfices. L'euro n'affectera pas les ventes mondiales de chocolats de Nestlé ni les ventes de hamburgers de McDonald's. Indépendamment des décisions de Bruxelles, des centaines de millions de personnes iront s'installer dans des villes des marchés émergents, ce qui augmentera la consommation des ressources naturelles. Et c'est précisément lors de périodes comme celles-ci, lorsque les investisseurs sont profondément traumatisés par les pertes énormes qu'ils ont subies récemment, que l'on trouve les meilleures opportunités d'investissement en termes de plus-value à long terme.

Est-ce que le cours de notre fonds Classic va doubler au cours de 10 prochaines années ? Nous serions surpris qu'il ne fasse pas bien mieux que cela. Malheureusement, aucun rendement ne peut être « garanti » au moment de prendre une décision d'investissement. Nous estimons néanmoins que la capacité bénéficiaire de notre portefeuille de sociétés justifiera une très bonne rentabilité. À de nombreux égards, la situation qui prévaut aujourd'hui sur les marchés n'est pas tellement différente de celle de 2002, période à laquelle il était relativement facile de dénicher des sociétés sous-valorisées.

## Dernières nouvelles de chez SIA

Une annonce importante est que nous avons décidé de regrouper nos fonds Classic II et Alpha II dans les fonds Classic I et Alpha I. Le seul impact de ce regroupement sera au niveau du « High Water Mark » pour les investisseurs des fonds II qui sera calqué maintenant sur celui des fonds I, à savoir, qu'il ne sera pas facturé de commission de performance si les fonds n'ont pas atteint les High Water Marks des fonds Classic I et Alpha

I, qui sont bien plus élevés que ceux des fonds II. En fait, aucune commission de performance ne sera appliquée avant le doublement du fonds Classic et avant une augmentation de 50 % du fonds Alpha. Cette disposition sera appliquée au premier trimestre de l'année 2012 (après l'approbation par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et, dès lors, les fonds Classic I et Alpha I seront à nouveau ouverts aux souscriptions.

Le service du personnel vous informe que Yiyi Jiang a décidé de quitter SIA pour des raisons personnelles. Elle a été une excellente analyste débutante et nous lui souhaitons beaucoup de succès dans le cadre de ses nouvelles fonctions.

Nous avons prévu d'effectuer des présentations publiques de nos fonds à Zurich, Genève et Madrid au mois de janvier, ce qui donnera l'opportunité de discuter de ces questions et de répondre, en personne et de manière détaillée, à d'autres questions que pourraient poser nos investisseurs.

## Présentations

Nous effectuerons des présentations à Zurich et à Genève les 19 et 20 janvier. Veuillez trouver ci-dessous l'invitation comprenant le formulaire Internet à remplir pour confirmer votre participation.

### *Présentation à Zurich le jeudi 19 janvier 2012 à 17 heures*

1. Introduction : Présentation des résultats de 2011. Situation du marché et perspectives pour 2012.
2. Le fonds LTIF – lancé il y a dix ans : une décennie exceptionnelle. Ce que nous avons réalisé, ce que nous avons appris et ce que nous anticipons pour les dix prochaines années.
3. Comment constituer un portefeuille d'actions générant des rendements à deux chiffres et assorti d'un risque faible dans le contexte actuel.
4. Commentaires généraux sur nos fonds.
5. Après la présentation, nos gérants de fonds et des spécialistes des secteurs de l'énergie, des sociétés minières, des services financiers, des valeurs industrielles, des biens de consommation, du secteur de la santé et des marchés émergents se tiendront à votre disposition pour discuter de points particuliers.

Lieu: **Hotel Savoy Baur en Ville**. Un cocktail sera offert après l'Atelier sur les Investissements.

### *Présentation à Genève, le vendredi 20 janvier 2012 à 11 h 45*

1. Introduction : Présentation des résultats de 2011. Situation du marché et perspectives pour 2012
2. Le fonds LTIF – lancé il y a dix ans : une décennie exceptionnelle. Ce que nous avons réalisé, ce que nous avons appris et ce que nous anticipons pour les dix prochaines années.
3. Comment constituer un portefeuille d'actions générant des rendements à deux chiffres et assorti d'un risque faible dans le contexte actuel.
4. Commentaires généraux sur nos fonds.
5. Après la présentation, nos gérants de fonds et des spécialistes des secteurs de l'énergie, des sociétés minières, des services financiers, des valeurs industrielles, des biens de consommation, du secteur de la santé et des marchés émergents se tiendront à votre disposition pour discuter de points particuliers.

Lieu: **Swissôtel Métropole**. Un déjeuner-buffet sera servi après l'Atelier sur les Investissements.

Après chaque présentation, un débat ouvert aura lieu sur les thèmes dont il aura été discuté. Pour discuter de certains sujets de manière plus détaillée, les intervenants se tiendront à votre disposition après la présentation. Veuillez confirmer votre participation en utilisant ce [formulaire Web](#).

**Chiffres des catégories d'actifs en USD**

Tableau 2: Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en USD

Décembre 2011	VL	Δ 3 mois	Δ Année en cours	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
LTIF Classic [USD]	275.35	7.64%	-22.32%	11.90%	332.87 *
LTIF Classic II [USD]	144.87	7.64%	-22.30%	0.90%	* Classic & Classic II combinés
LTIF Alpha [USD]	171.41	-2.07%	-20.88%	4.04%	45.2 **
LTIF Alpha II [USD]	127.32	-2.06%	-20.86%	-4.02%	** Alpha & Alpha II combinés
LTIF Natural Resources [USD] (anc. Global Energy Value Fund)	128.87	12.62%	-35.90%	-0.43%	71.27
LTIF Emerging Market Value [USD]	96.52	6.03%	-27.87%	-26.60%	4.57
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	4'074.83	7.72%	-5.02%	4.12% ***	*** date de lancement de Classic

Figure 23  
LTIF – Classic USD

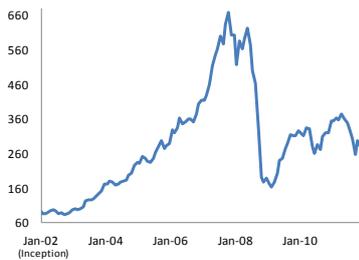


Figure 24  
LTIF – Classic II USD

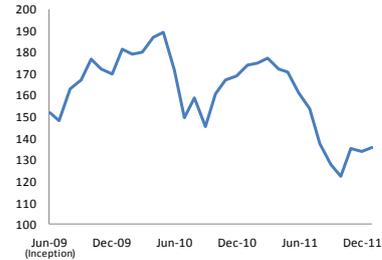


Figure 25  
LTIF – Alpha USD



Figure 26  
LTIF – Alpha II USD

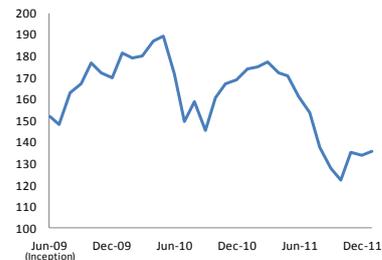


Figure 27  
LTIF – Natural Resources USD



Figure 28  
LTIF – Emerging Market Value USD



**Chiffres des catégories d'actifs en CHF**

Tableau 3: Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en CHF

Décembre 2011	VL	Δ 3 mois	Δ Année en cours	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
LTIF Classic [CHF]	257.48	10.82%	-22.07%	5.69%	311.27 *
LTIF Classic II [CHF]	135.47	10.82%	-22.05%	-4.30%	* Classic & Classic II combinés
LTIF Alpha [CHF]	160.28	0.82%	-20.63%	0.50%	42.27 **
LTIF Alpha II [CHF]	119.06	0.83%	-20.61%	-8.96%	** Alpha & Alpha II combinés
LTIF Natural Resources [CHF] (anc. Global Energy Value Fund)	120.50	15.93%	-35.69%	-3.57%	66.64
LTIF Emerging Market Value [CHF]	90.25	9.14%	-27.64%	-29.34%	4.27
LTIF Stability Growth [CHF] ***	175.90	-0.23%	-16.12%	2.04%	22.27
*** Rendement total (à dividends incl.)	6.50		-13.34%		
LTIF Stability Income Plus [CHF]	175.90	1.50%	1.50%	-	
MSCI World Index TR [CHF] (Bloomberg GDDUWI)	3'825.05	11.83%	-4.53%	-1.61% ****	**** date de lancement de Classic

Figure 29  
LTIF – Classic CHF

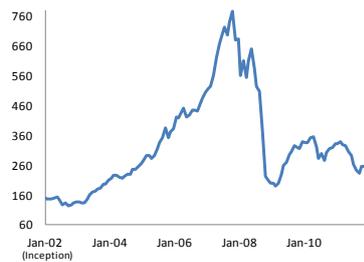


Figure 30  
LTIF – Classic II CHF

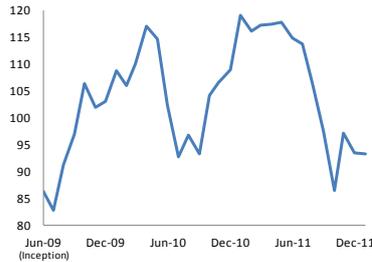


Figure 31  
LTIF – Alpha CHF

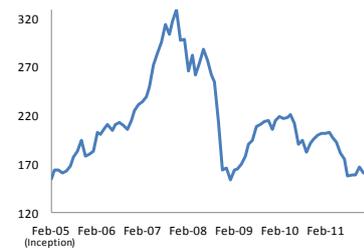


Figure 32  
LTIF – Alpha II CHF



Figure 33  
LTIF – Stability Growth CHF

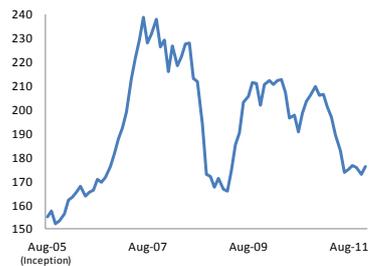


Figure 34  
LTIF – Natural Resources CHF



Figure 35  
LTIF – Emerging Market Value CHF

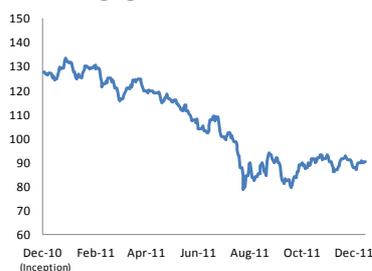


Figure 36  
LTIF – Stability Income Plus CHF



**Chiffres des catégories d'actifs en GBP**

Table 4: Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en GBP \*

Décembre 2011	VL	Δ 3 mois	Δ Année en cours	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
LTIF Classic II [GBP]	93.22	7.89%	-21.72%	3.09%	214.19 (Classic & Classic II combinés)
LTIF Alpha II [GBP]	81.93	-1.82%	-20.27%	-1.94%	29.09 (Alpha & Alpha II combinés)
LTIF Natural Resources [GBP] (anc. Global Energy Value Fund)	82.92	12.88%	-35.42%	2.74%	45.86
LTIF Emerging Market Value [GBP]	62.10	6.26%	-27.33%	-26.95%	2.94
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'627.40	8.69%	-4.51%	11.80% *	* date de lancement de Classic II

\* La performance jusqu'au 05.11.2009 est convertie selon une simulation établie de l'EUR à la GBP. La valeur liquidative du 01.06.2009 au 04.11.2009 n'est pas officielle.

Figure 37  
LTIF – Classic II GBP

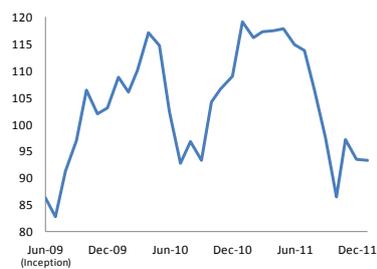


Figure 38  
LTIF – Alpha II GBP

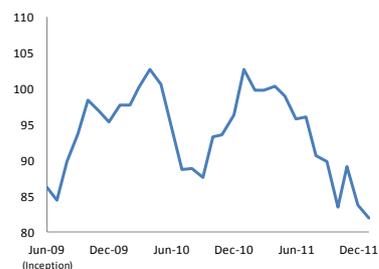
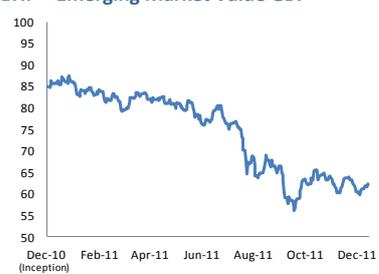


Figure 39  
LTIF – Natural Resources GBP



Figure 40  
LTIF – Emerging Market Value GBP



## Notice légale - Luxembourg

La performance du fonds au 31.05.06 est celle du fonds LTIF-BVI (Iles Vierges Britanniques) dont le LTIF Luxembourg est un successeur identique. Les résultats des exercices antérieurs ont été audités par Ernst & Young. Des rapports peuvent être obtenus auprès de SIA Funds AG. Les performances passées ne préjugent pas des tendances futures du marché.

Long Term Investment Fund est une société d'investissement à capital variable du type "parapluie" constituée sous la forme d'une "société anonyme" au regard des lois du Grand Duché du Luxembourg et répond donc à la définition d'une Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV") en vertu de la Section I de la loi luxembourgeoise du 20 décembre 2002. Ce fonds est composé de trois compartiments actifs appelés "Classic", "Alpha", et "Energy", qui correspondent complètement à la fois au Fonds d'investissement à long terme (Long-Term Investment Fund) - BVI (Iles Vierges Britanniques) (catégories "Classic" et "Alpha") et au fonds Global Energy Value Fund en termes d'objectifs de placement et de structure opérationnelle. La présente lettre d'information ne s'adresse qu'aux investisseurs privés qualifiés ayant exprimé leur souhait d'en acquérir des parts. Elle ne saurait en aucune manière constituer une offre de vente de produits financiers, laquelle pourrait ne pas être appropriée à ses lecteurs.

### LTIF – Classic II EUR

ISIN: LU0423699429  
Telekurs: 10'096'865  
Bloomberg: LTIFC2E LX

### LTIF – Classic II USD

ISIN: LU0423699692  
Telekurs: 10'096'889  
Bloomberg: LTIFC2U LX

### LTIF – Classic II CHF

ISIN: LU0423699775  
Telekurs: 10'096'893  
Bloomberg: LTIFC2C LX

### LTIF – Classic II GBP

ISIN: LU0457694296  
Telekurs: 10'638'930  
Bloomberg: LTIFC2G LX

### LTIF – Alpha II EUR

ISIN: LU0423699858  
Telekurs: 10'096'895  
Bloomberg: LTIFA2E LX

### LTIF – Alpha II USD

ISIN: LU0423699932  
Telekurs: 10'096'898  
Bloomberg: LTIFA2U LX

### LTIF – Alpha II CHF

ISIN: LU0423700029  
Telekurs: 10'097'000  
Bloomberg: LTIFA2C LX

### LTIF – Alpha II GBP

ISIN: LU0457693215  
Telekurs: 10'638'835  
Bloomberg: LTIFA2G LX

### LTIF – Natural Resources EUR

ISIN: LU0244072335  
Telekurs: 2'432'575  
Bloomberg: LTIFGEV LX

### LTIF – Natural Resources USD

ISIN: LU0301247234  
Telekurs: 3'101'839  
Bloomberg: LTIFGEU LX

### LTIF – Natural Resources CHF

ISIN: LU0301246939  
Telekurs: 3'101'836  
Bloomberg: LTIFGEC LX

### LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077  
Telekurs: 10'638'983  
Bloomberg: LTIFGEG LX

### LTIF – Emerging Market Value EUR

ISIN: LU0553294868  
Telekurs: 11'901'448  
Bloomberg: LTIFEME LX

### LTIF – Emerging Market Value USD

ISIN: LU0553295592  
Telekurs: 11'901'450  
Bloomberg: LTIFEMU LX

### LTIF – Emerging Market Value CHF

ISIN: LU0553294785  
Telekurs: 11'901'447  
Bloomberg: LTIFEMC LX

### LTIF – Emerging Market Value GBP

ISIN: LU0553296053  
Telekurs: 11'901'451  
Bloomberg: LTIFEMG LX

### Agent administratif :

Pictet & Cie (Europe) S.A.  
1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

### Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

### Dépositaire :

Pictet & Cie (Europe) S.A.  
1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

### Siège social :

1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

## Notice légale – Suisse

La performance du fonds au 30.09.06 correspond à celle du fonds LTIF-BVI (Iles Vierges Britanniques), convertis en CHF, dont le fonds LTIF Stability est un successeur identique. Les résultats des exercices antérieurs ont été audités par Ernst & Young. Des rapports sont disponibles auprès de SIA Group. Les performances passées ne préjugent pas des tendances futures des marchés.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) a été approuvé par la commission bancaire Suisse le 13 juillet 2006. Le fonds a été ouvert aux transactions en francs suisses le 1er octobre 2006. La présente lettre d'information ne s'adresse qu'aux investisseurs privés qualifiés ayant exprimé leur souhait d'en acquérir des parts. Elle ne saurait en aucune manière constituer une offre de vente de produits financiers, laquelle pourrait ne pas être appropriée à ses lecteurs.

### LTIF – Stability Growth

ISIN: CH0026389202  
Telekurs: 2'638'920  
Bloomberg: LTIFSTA SW

### LTIF – Stability Income Plus

ISIN: CH0135996012  
Telekurs: 13'599'601  
Bloomberg: LTIFSIP SW

### Agent administratif :

Pictet Funds S.A.  
Route des Acacias 60  
CH-1211 Geneva 73  
Switzerland

### Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

### Dépositaire :

Pictet & Cie  
Route des Acacias 60  
CH-1211 Geneva 73  
Switzerland