

Long Term Investment Fund

Figure 2
LTIF – Classic EUR

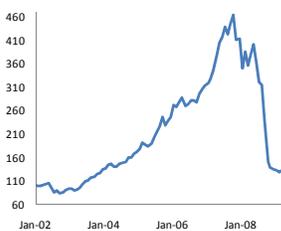


Figure 3
LTIF – Alpha EUR

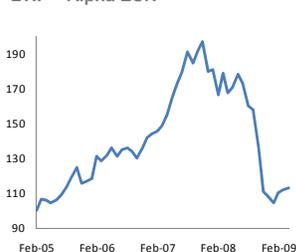


Figure 4
LTIF – Global Energy Value EUR

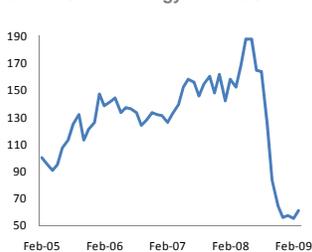


Figure 5
LTIF – Stability CHF

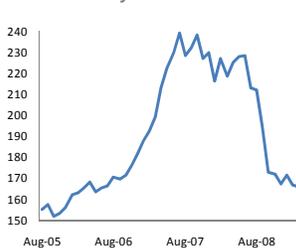
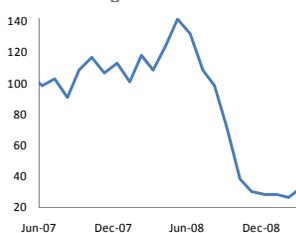


Figure 6
Global Mining Value Fund EUR



La Figure 1 et le Tableau 1 montrent l'évolution de nos fonds sur le premier trimestre de l'année. Les chiffres 2 à 6 illustrent leur évolution à long terme.

Figure 1
Fonds LTIF – Évolution sur le trimestre à ce jour

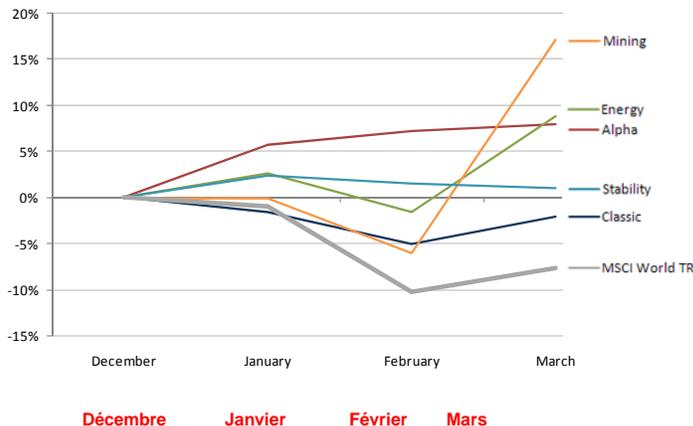


Tableau 1 : Valeur liquidative – Actifs sous gestion en euros

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	132.02	-2.11%	-62.81%	32.02%	358.89
LTIF Alpha [EUR]	112.58	8.00%	-32.74%	12.58%	67.76
LTIF Global Energy Value [EUR]	60.76	8.81%	-60.06%	-39.24%	13.37
LTIF Stability Series [CHF]*	165.70	-0.90%	-24.10%	7.06%	55.59
*Total Return (incl. Dividend)	3.23	1.00%			
Global Mining Value Fund [EUR]	32.81	17.18%	-69.68%	-67.19%	19.92
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	1'940.04	-7.64%	-31.01%		

Mars 2008

VL ▲ Année en cours ▲ 12 mois ▲ Lancement Actifs sous gestion (en millions)

Les actions que nous détenons en portefeuille ont surperformé les indices d'environ 2 % par mois depuis le début de l'année. S'agit-il d'un "rebond" temporaire ou pouvons-nous d'ores et déjà anticiper une continuation de cette surperformance ? Même si nous pensons que personne ne peut prédire les évolutions du marché à court terme, tentons malgré tout de trouver quelques indications dans les tendances relevées par le passé.

Le coefficient alpha du fonds et le Fonds Alpha

Nous avons toujours insisté sur le fait que nous investissons avant tout dans des sociétés et non dans des actions. Ce qui nous intéresse, c'est la rentabilité à long terme de nos investissements et non l'évolution à court terme du prix des actions. C'est la raison pour laquelle nous n'aimons pas mentionner certains "indices de référence" par rapport auxquels nos fonds peuvent être comparés : notre objectif est de dégager une plus-value à long terme. Pour autant, nous savons pertinemment que, sur le long terme, la rentabilité de la société et la performance du cours des actions sont hau-

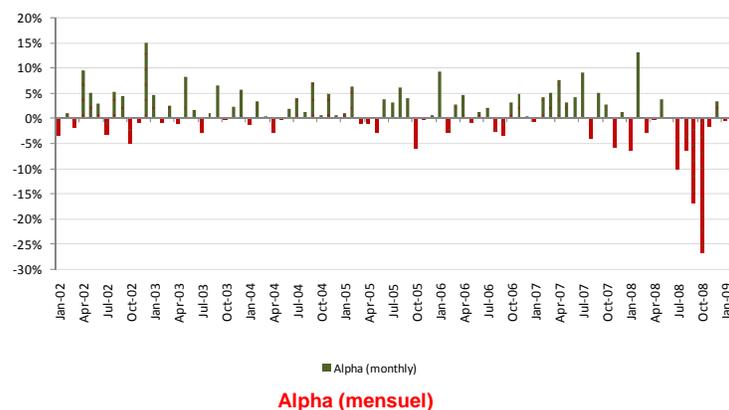
tement corrélées, tout particulièrement si les actions ont été achetées à un prix très bas. Les commentaires qui sont donnés ici et là sur la variation des cours ayant tendance à faire référence à des périodes à court terme (questions du type : comment le fonds s'est-il comporté au dernier trimestre ? Est-ce que nous profitons de la reprise ?), nous pensons que ces commentaires sont inutiles, voire même perturbants.

Naturellement, il est tout à fait compréhensible que nos investisseurs, même s'ils sont d'accord avec notre approche basée sur les "fondamentaux", aient envie de comparer la performance (c'est-à-dire l'évolution du prix de l'action) de nos fonds avec celle des marchés. Après tout, un investisseur qui aurait l'intention d'acheter des actions cotées en Bourse, peut acheter un fonds indiciel et tirer profit de la croissance globale de l'économie tout en payant des frais très bas. Il est bien connu qu'une grande majorité de fonds à gestion active sous-performent à terme les marchés.

À cet égard, une analyse comparative de la performance de nos fonds par rapport aux marchés est instructive car elle donne une indication sur nos prouesses en matière de sélection de titres ("*stock-picking*") et sur notre capacité à acheter « lorsque le prix est bas et vendre lorsque le prix est élevé », tout au moins par rapport au marché global. Au cours des pages qui suivent, nous allons donc abandonner un peu la priorité que nous attachons habituellement à nos « fondamentaux » (profits, valeur comptable, rendement intrinsèque anticipé, etc.) et discuter désormais de notre « performance ». Soyez assurés que nous reviendrons aux fondamentaux sous peu, sachant qu'au final, c'est ce qui compte réellement. Mais une analyse de l'évolution du prix de l'action peut s'avérer un point de contrôle utile avant d'obtenir ce rendement à long terme qui nous a été promis.

La figure 7 indique la différence mensuelle de « performance » entre le Classic Fund et l'indice MSCI World Index (tous deux en euros), étant donné que nous avons lancé le fonds au mois de janvier 2002. En d'autres termes, elle indique le pourcentage mensuel d'augmentation ou de baisse de nos actions par rapport au marché. Comme toujours, les chiffres LTIF sont présentés nets de tous frais.

Figure 7
Écart mensuel de "performance" entre le fonds Classic et l'indice MSCI World Index



Cette figure mérite quelques commentaires.

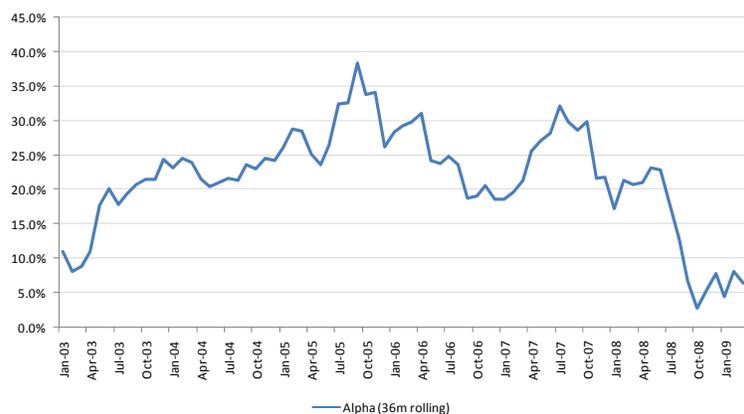
Tout d'abord la « surperformance » moyenne mensuelle est de 1,01 %, avec un écart type de 5,58 % (ce dernier chiffre représente le niveau de « surperformance » mensuel par rapport à la moyenne globale). Intrinsèquement, c'est un résultat remarquable : comme nous l'avons dit précédemment, très peu de fonds sont capables de surperformer les indices pendant de longues périodes, tout particulièrement après déduction des frais. Le graphique couvre plus de sept ans et comprend des périodes au cours desquelles les marchés ont monté, baissé, ont été stables, et, après tous ces mois, la moyenne est toujours fortement positive.

Un autre élément remarquable est la régularité relative des rendements. Il est évident, en regardant tout simplement le graphique, qu'il y a eu une période très mauvaise (période de quatre mois à la fin de l'année dernière) alors que, le reste du temps, la « surperformance » a été relativement stable. En fait, si nous calculons la moyenne mensuelle à partir du lancement du fonds jusqu'au mois de juin 2008, la surperformance saute à 1,81%, mais, ce qui est encore plus marquant, c'est que l'écart type tombe à 4,15 %.

Nous nous retrouvons donc avec un fonds qui a une « surperformance » stable pendant une période de six ans et demi qui a été suivie par une courte période de « sous-performance » extrêmement importante. Naturellement, cette période n'a pas été choisie au hasard : chacun sait parfaitement aujourd'hui ce qui s'est passé l'année dernière au cours de l'été et de l'automne. De quelle manière cette période a-t-elle affecté le jugement porté sur notre méthode d'investissement ? Est-ce que nous avons été tout simplement chanceux au cours des 26 premiers trimestres qui ont masqué un portefeuille très risqué qui a fini par exploser ?

La figure 8 donne quelques indices. Elle montre le « coefficient alpha sur trois ans glissants en données annualisées du fonds Classic ». Qu'est-ce que cela signifie ?

Figure 8
LTIF Alpha 3 mois glissants fonds Classic



Alpha (36 mois glissants)

Comme le savent la plupart de nos lecteurs, le coefficient alpha d'un fonds représente le montant de surperformance ou de sous-performance par rapport au marché. Son calcul est légèrement plus compliqué que la performance moyenne mensuelle indiquée sur la figure 7, mais cela revient au même finalement. Ce que

montre la figure 8, c'est, pour chaque mois, la surperformance annuelle du fonds Classic (son coefficient alpha), par rapport aux trois années précédentes. Veuillez noter que les premières données ne calculent que le coefficient alpha sur les mois précédents car le fonds n'avait pas encore trois ans.

Sans pour autant effectuer de savants calculs, il est relativement évident de constater que le fonds Classic a enregistré un coefficient alpha annuel de 20 %, ce qui est très élevé. Ceci signifie tout simplement que, pour chaque année, les actions du fonds augmenteraient ou baisseraient dans la même proportion que les augmentations ou baisses du marché, plus 20 %. C'est ce qu'illustre le Tableau 2. L'élément le plus marquant, c'est que, même à la fin du mois d'octobre 2008, après le crash boursier le plus grave de toute l'histoire, une personne qui aurait investi dans notre fonds aurait quand même enregistré de meilleurs résultats que le marché, sur les trois années précédentes. Au 31 mars 2009, la surperformance *annuelle* du fonds par rapport aux trois dernières années a dépassé 8 %. Très peu de fonds *long-only* dans le monde sont à même d'afficher une telle « performance ».

Tableau 2 : Performance annuelle du fonds LTIF Classic par rapport à l'indice MSCI World Index

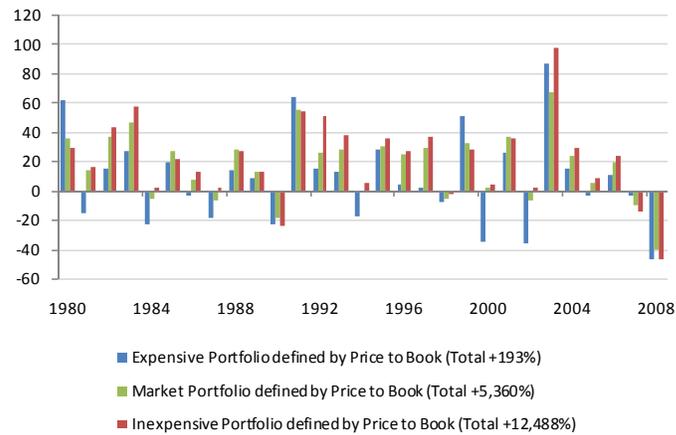
Année	Classic	MSCI	Écart
2002	-6,9%	-31,7%	24,8%
2003	44,3%	11,3%	33,0%
2004	28,0%	6,9%	21,1%
2005	42,8%	26,8%	16,0%
2006	27,6%	7,9%	19,7%
2007	31,9%	-1,2%	33,1%
2008	-67,4%	-37,2%	-30,2%

Mais c'est du passé. À quoi pouvons-nous nous attendre désormais ?

À notre avis, notre coefficient "alpha" résulte d'une stratégie d'investissement solide, qui a fait ses preuves au fil des ans : investir dans de bonnes sociétés, achetées à des prix bas. Il a été démontré encore et toujours que, à moyen terme, les actions achetées en appliquant cette méthode surperforment les marchés, comme le montrent les figures 9 et 10.

Figure 9

Portefeuilles de titres bon marché et chers par rapport aux portefeuilles du marché (Petites capitalisations)

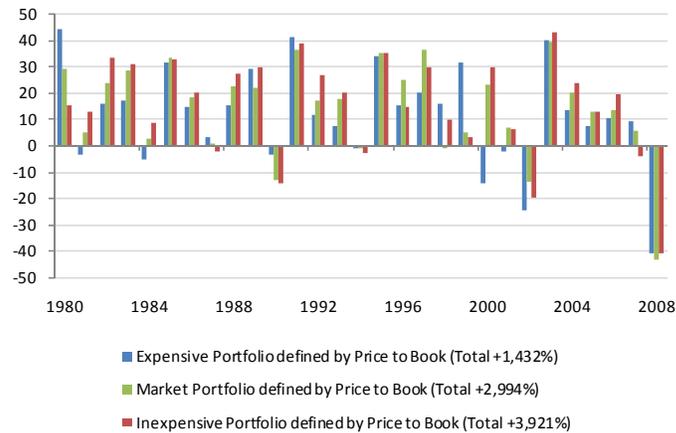


Source: Fama and French

Portefeuille cher défini selon le PBR (Total + 193 %)
Portefeuille du marché défini selon le PBR (Total + 5 360 %)
Portefeuille bon marché défini selon le PBR (Total +12 488 %)

Figure 10

Portefeuilles de titres bon marché et chers par rapport aux portefeuilles du marché (Grandes capitalisations)



Source: Fama and French

Portefeuille cher défini selon le PBR (Total +1,432 %)
Portefeuille du marché défini selon le PBR (Total +2,994 %)
Portefeuille bon marché défini selon le PBR (Total +3,921 %)

Nous pensons que la récente période de sous-performance n'est pas représentative des résultats à long terme de notre stratégie mais qu'elle résulte plutôt d'une véritable dislocation des marchés. Ce qui est très révélateur, c'est que, dès que le stress extrême qui s'était emparé des marchés financiers s'est quelque peu normalisé (la panique est toujours présente mais elle ne s'aggrave pas) le coefficient « alpha » à long terme du fonds a remonté, et s'est rapproché apparemment de sa moyenne historique. En termes plus simples : nos actions ont baissé tellement plus que les marchés,

par rapport à leur valeur intrinsèque qu'il est logique de penser qu'elles battront les marchés au cours des prochains trimestres.

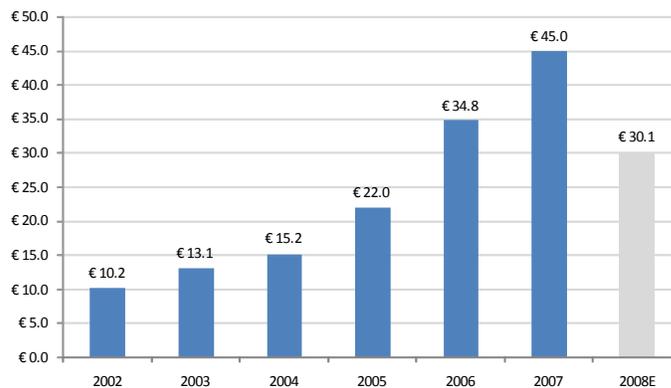
Tout ceci peut être constaté dans le fonds Alpha, qui reproduit tout simplement la « surperformance » du portefeuille Classic. Il a augmenté de 8 % au premier trimestre de l'année, ce qui donnerait un chiffre annualisé de 36 %. Nous n'anticipons pas ce type de performance mais ceci indique que la sous-évaluation extrême de nombre de nos actions est en train de se corriger : nous ne générons pas seulement un alpha mais également un alpha bien plus élevé que par le passé.

Est-ce que tout ceci signifie que notre fonds Classic va surperformer les indices cette année ? Et que Alpha va afficher un rendement positif soutenu, même si les marchés chutent ? Nous ne savons pas. C'est certainement ce qui s'est passé au premier trimestre et nous avons de bonnes raisons de croire que cette tendance va continuer. Mais nous ne « contrôlons » pas l'évolution du prix des actions. Tout ce que nous « contrôlons », c'est notre analyse des bénéfices qui peuvent être réalisés par les sociétés que nous achetons. Bien, arrêtons de parler des actions et commençons à discuter des fondamentaux de nos sociétés.

Analyse des fondamentaux

Nous avons utilisé comme d'habitude notre bénéfice par action (BPA) comme outil de mesure simple et clair de notre rentabilité. Dans notre lettre d'information précédente, nous avons publié le graphique suivant :

Figure 11
Bénéfice par action de LTIF Classic depuis le lancement



Comme nous l'avons expliqué précédemment, lorsque nous déclarons des bénéfices par action, nous les "normalisons". C'est parce que les bénéfices des sociétés sont souvent relativement volatils et enregistrent des écarts importants d'une année sur l'autre. Par exemple, lorsque nous évaluons un producteur de cuivre, il convient de prendre en considération que les prix du cuivre varient énormément d'une année sur l'autre. Nous ne pensons pas que le prix du cuivre resterait pour toujours à un niveau de 4 \$/livre, ce qui était le prix mi-2008. Nos estimations de bénéfices pour 2009 ont utilisé un prix inférieur parce que notre analyse des données éco-

nomiques de l'industrie du cuivre nous a amené à conclure que ces prix n'étaient pas tenables.

Néanmoins, à la fin de l'année, après le crash, le prix du cuivre était trop bas, à notre avis, pour justifier l'investissement nécessaire pour maintenir la production de cuivre. Dès lors, nous utilisons donc un prix à long terme raisonnable (voir notre [Lettre d'information de mars 2008](#)) pour trouver une explication à notre méthode de calcul) pour valoriser une mine sur toute sa durée d'exploitation. De même, nous retirons les plus-values et les pertes exceptionnelles et les portons au crédit/débit du poste des fonds propres plutôt qu'aux bénéfices d'exploitation. Par conséquent, le ratio cours/bénéfice d'un producteur de cuivre peut varier au cours de l'année de 3 à 30 alors que la valeur de la société est relativement stable.

Un autre phénomène qui affecte les bénéfices par action, et, dès lors, les ratios cours/bénéfice, est l'effet de levier : une société qui est très endettée affichera un bon bénéfice par action, tout particulièrement si les taux d'intérêt sont faibles mais ces bénéfices seront beaucoup moins élevés que s'ils étaient atteints sans effet de levier. Cet élément doit être pris en ligne de compte si nous voulons comparer des investissements et donner une synthèse de notre portefeuille qui n'induisse pas en erreur.

Naturellement, plus on normalise les bénéfices et plus le résultat final devient artificiel. Malheureusement, il n'y a pas de réponse simple. C'est la raison pour laquelle les bons investisseurs ne se fient pas à un seul chiffre. Ils utilisent une grande variété de chiffres comme le ratio cours/bénéfice, EV/Ebitda (valeur d'entreprise/excédent brut d'exploitation), EV/Ebit (valeur d'entreprise/résultat), PBR (cours boursier/capitaux propres par action), TRI (taux de rendement interne), cours/valeur liquidative, etc., etc. Chaque mesure présente des avantages et des inconvénients et tous ces éléments doivent être pris en ligne de compte, et de nouveaux paramètres doivent être créés de temps à autre.

Ce que nous essayons de faire chez SIA, c'est de déterminer ce que sera notre taux de rendement à long terme si nous achetons une action et la conservons indéfiniment. Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, il n'existe aucune méthode unique, infaillible avec laquelle il est possible de déterminer, et qu'une partie des compétences de l'analyse réside dans la sélection avec perspicacité de la bonne approche pour le cas concerné. Voici quelques exemples.

- Prenez une société minière possédant quelques mines. Chaque mine détient un montant (relativement) connu de réserves et un rythme de production annuel, des coûts et des investissements estimés. Tout ce dont nous avons besoin, c'est d'une hypothèse raisonnable du prix des matières premières à long terme et c'est facile d'actualiser tous les cash-flows futurs et de les comparer par rapport au cours de l'action actuel. Il s'agit, en théorie, d'un cas simple, bien qu'il puisse s'avérer compliqué dans la pratique si la société possède beaucoup de mines, à divers stades de développement, produisant différents métaux, etc.
- Ou prenez une société de services publics très stable (comme un distributeur d'électricité), réglementée par l'État et caracté-

sée par une bonne visibilité en termes de bénéfices. À nouveau, ce n'est pas très difficile (en théorie, parce que, dans la pratique, les détails peuvent être perturbants) d'estimer la rentabilité à long terme de l'action.

- Une affaire stable, pratiquement dans n'importe quel secteur, peut être analysée en prenant en compte les dividendes versés et en ajoutant un taux de croissance réaliste. Ceci pourrait être une bonne méthode pour une société comme Nestlé.
- En fin de compte, pour une société dont les actifs sont largement sous-évalués, nous pouvons simplement prendre le cours actuel des actions, estimer la valeur de marché des actifs sous-jacents et deviner combien de temps cela prendra pour la société pour atteindre cette valeur d'une manière ou d'une autre. Par exemple, nous détenons des actions dans une société qui dirige une compagnie de navigation. L'affaire est maintenant en mauvaise posture à cause de la contraction des échanges mondiaux. Les actions s'échangent à un prix valorisant les navires à moins de 30 % de leur coût de construction théorique. Dans quelques années, le marché sera revenu à la normale et les actions devraient refléter au moins la valeur des navires, pour autant que la société soit assez solide financièrement et à condition qu'elle puisse se permettre d'attendre.

Quelle que soit la méthode utilisée, nous déterminons ce que va être, selon nous, le rendement annuel sur le long terme d'une action achetée aux cours actuels. Nous appelons cela tout simplement le Rendement Anticipé. À partir de maintenant, au lieu de déclarer le ratio cours/bénéfice du fonds, qui fait l'objet des ajustements complexes mentionnés ci-dessus, nous déclarerons le Rendement Anticipé : c'est-à-dire ce que va être selon nous le rendement annuel, pour toujours, du fonds acheté à son prix actuel. À l'heure actuelle le Rendement Anticipé est de 17,7 % (ce qui, d'une manière simple et après normalisation, donne un ratio cours/bénéfice de 5,6).

Une bonne façon de « valoriser » le fonds sans ajustement est de regarder sa valeur comptable. La valeur comptable d'une société représente tout simplement la valeur comptable de tous ses actifs moins ses dettes. Le mot clé est « comptable » : une société peut, par exemple, avoir de très anciens bâtiments dont la valeur est très faible dans son bilan, mais atteindre un prix élevé si elle était vendue aux cours actuels. Ou elle pourrait posséder quelque chose qui aurait autant de valeur que la marque Coca-Cola, et ne pas le montrer dans ses comptes parce que la société n'a jamais acheté la marque – elle a acquis sa notoriété au fil des ans, en effectuant des dépenses de publicité. Toutes les informations comptables renferment dès lors un certain caractère artificiel. Par conséquent, une société très intéressante peut avoir une valeur comptable faible (si ce qui la rend intéressante n'est pas comptabilisé dans ses comptes) et une société peu attrayante peut avoir une valeur comptable élevée si elle possède beaucoup d'actifs qui ne produiront jamais beaucoup.

En fait, ce qui importe plus que le niveau de valeur comptable, qui est affecté par les caractéristiques spécifiques de chaque entreprise, c'est son évolution. C'est la raison pour laquelle Warren Buffett présente ces données dans la première page de la lettre aux

actionnaires de Berkshire Hathaway et des rapports annuels de la société. (À ce propos, nous encourageons fortement nos investisseurs à lire ces lettres. Elles peuvent être consultées sur le site <http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>.)

Les actions d'une bonne société sont presque toujours valorisées au-dessus de leur valeur comptable car une bonne société représente plus qu'un ensemble d'actifs : la direction, les relations avec la clientèle, la motivation des employés sont autant d'éléments qui sont essentiels aux bénéfices à long terme mais ne sont pas reflétés dans le bilan. C'est la raison pour laquelle l'évolution de la valeur comptable est plus intéressante et utile que son niveau absolu.

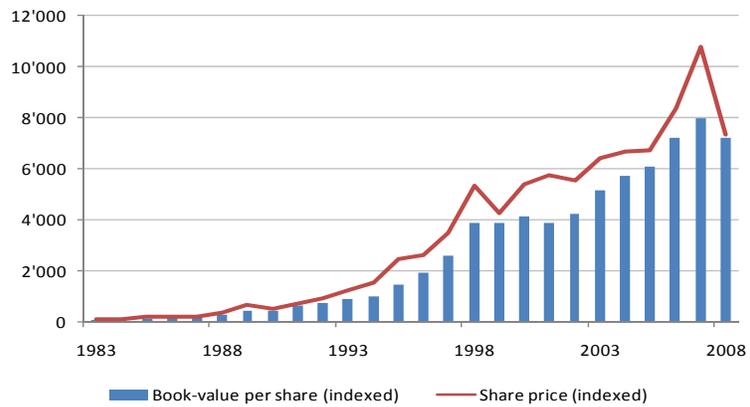
La figure 12 illustre la valeur comptable par action du fonds LTIF Classic depuis son lancement puis son taux de croissance par rapport à celui de Berkshire Hathaway (véhicule d'investissement de Warren Buffett) et celui des indices S&P 500 et MSCI World.

Figure 12
Valeur comptable par action – taux de croissance annuel



Comme l'indique la Figure 12, notre taux de croissance a été phénoménal. Il s'est replié uniquement au dernier trimestre de l'année, pour les raisons dont nous avons déjà discuté. Si nous revenons à un taux de croissance décent (souvenez-vous, notre Rendement Anticipé est de 17,7 %, ce qui correspond globalement au taux de croissance attendu de notre valeur comptable à l'avenir), nos actions se comporteront très bien : à terme, le cours des actions reflète leurs valeurs comptables, comme l'illustre la Figure 13, et il existe également un potentiel de « rattrapage » dans le cours des actions dont nous avons discuté ci-dessus.

Figure 13
Berkshire Hathaways Valeur comptable par action par rapport au cours de l'action



Valeur comptable par action (indexée) Cours de l'action (indexé)

À nouveau, nous ne pouvons pas savoir ce que le cours de nos actions sera à court terme mais notre expérience suggère que notre méthode d'investissement génère à terme de la valeur en suivant un bon rythme.

Commentaires sur nos fonds

Comme il a été décrit ci-dessus, le Rendement Anticipé de notre **Fonds Classic** est de 17,7 % par an. Nous pensons qu'il présente une opportunité exceptionnelle car ce rendement *annuel* (si nos estimations sont correctes) seront bloquées pour le long terme. Naturellement, il existe un certain degré d'incertitude mais les investisseurs ne se bornent pas à « acheter » le « bon titre » pour faire de l'argent. Nous sommes ravis de pouvoir discuter avec nos investisseurs de l'origine de ces rendements, comme nous le faisons régulièrement dans nos lettres d'informations et présentations.

Au cours des derniers mois, nous avons renforcé lentement notre position sur les services publics, qui sont actuellement bon marché, en tenant compte de la stabilité de leurs bénéfices, et sur les produits de consommation, ces titres se négociant à des multiples élevés sont désormais disponibles à des prix très intéressants si l'on tient compte de leurs perspectives de croissance une fois que la crise sera terminée. Les deux groupes de sociétés ont des ratios cours/bénéfices quelque peu plus élevés que nos investissements types mais nous sommes convaincus qu'ils seront source, pour nos investisseurs, d'un rendement excellent à long terme.

Les Figures 14 et 15 illustrent notre portefeuille par secteur d'activité et par secteur géographique.

Figure 14
Répartition par secteur d'activité

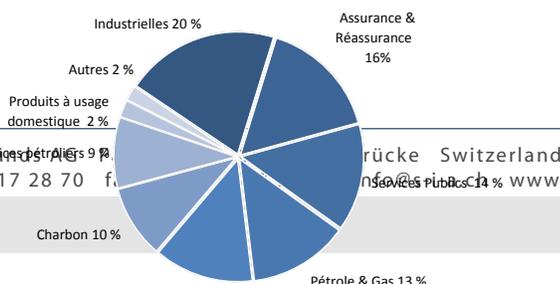
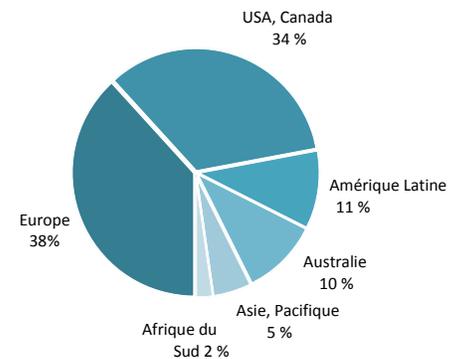


Figure 15
Répartition par secteur géographique



Le **Fonds Alpha**, qui reflète simplement l'alpha du fonds Classic, comme nous en avons discuté ci-dessus, se comporte exceptionnellement. Nous avons peaufiné nos techniques de couverture, comme nous en avons discuté dans les lettres d'information précédentes et ceci est reflété dans la « performance ». Naturellement, après la débâcle de l'année dernière, c'est un peu dur de dire cela, mais nous estimons que ce fonds représente une opportunité à faible risque nous permettant de tirer parti de la « normalisation » de la Bourse, même si les indices finissent par chuter réellement. Les investisseurs qui ne sont pas sûrs de l'évolution que va suivre le marché et qui ne veulent pas que le cours de leurs actions ne chute ont l'opportunité de profiter du Rendement Anticipé de nos actions, tout en étant protégés contre les replis du marché.

Le **Fonds Stability** fait désormais honneur à son nom en surperformant les marchés et en affichant un taux de croissance modeste : compte tenu que le dividende a été versé au mois de février, il a enregistré une appréciation mensuelle de 0,33 % en 2009, par rapport à une chute du marché (en francs suisses) de -2,61 %.

Enfin, les **fonds Energy & Mining** commencent à se reprendre après la sous-performance dramatique enregistrée au cours des derniers mois de l'année passée. Comme nous l'avions mentionné à l'époque, même si la demande chute à zéro pour une matière première donnée, les sociétés détenant des réserves peuvent représenter un titre de grande valeur, à condition que la demande finisse par revenir, et que les sociétés soient solides au plan financier. L'année dernière, les actions de ces sociétés ont été vendues comme si leurs activités ne valaient rien. Mais le marché reprend maintenant ses esprits. Nous avons des Rendements Anticipés pour de nombreuses sociétés de ces secteurs qui sont supérieurs à 30 %. Ceci ne signifie pas que les actions devraient monter de 30 % mais qu'elles équivalent plutôt à un investissement rapportant 30 % par an. Ceci serait dur à croire, si ce n'était pour le fait que le prix de l'action, qui était déjà bon marché l'année dernière, a soudainement chuté de 50-70 %.

Figure 15
Répartition par secteur géographique

Les investisseurs ayant placé de l'argent dans ces fonds ont la possibilité de profiter d'une correction relativement évidente « à la hausse » du cours des actions. Même si l'économie mondiale enregistre de mauvais résultats cette année (et c'est ce qu'elle va faire très probablement), les champs de pétrole, les mines de cuivre et les gisements de charbon renferment une valeur impor-

tante qui n'est toujours pas appréciée à juste titre par les marchés. De plus, dès que la demande sera stabilisée, certains prix de matières premières monteront en flèche, car la capacité de production est très limitée et n'augmente pas : au beau milieu de la plus grande récession mondiale de ce dernier siècle, l'industrie pétrolière tourne toujours à 95 % de capacité. Peu d'autres industries peuvent en dire autant.

Quelques investisseurs ont exprimé des inquiétudes quant à leur engagement dans ces fonds, qui sont maintenant relativement faibles. Nous pouvons dire uniquement deux choses : ces fonds requièrent un effort minimum car nous suivons les investissements sous-jacents pour nos autres fonds, et les employés de SIA sont parmi les plus grands investisseurs dans ces fonds. Et nous prenons soin d'eux !

L'économie mondiale

Est-ce que cela a vraiment un sens de discuter de décisions d'investissement dans ce contexte très perturbé ? Où va l'économie mondiale ? La réponse, naturellement, c'est que nous ne savons pas ce qui va se passer à court terme. À moyen et long terme, elle va revenir à la normale. Le monde subit les séquelles d'une « crise cardiaque financière » mais le patient n'est pas mort et tous les moyens disponibles sont employés pour le ressusciter. C'était un type assez obèse et on ne peut pas s'attendre à ce que quelques interventions chirurgicales fassent des miracles. Mais, pour contrecarrer les pressions déflationnistes très fortes induites par un désendettement massif et simultané, les gouvernements font tout ce qui est en leur pouvoir, à grands renforts de mesures d'incitations monétaires et financières impressionnantes. Ces deux processus prendront beaucoup de temps pour porter leurs fruits et l'économie commencera tout d'abord par se stabiliser puis entrera probablement dans une phase caractérisée par un taux de croissance inférieur à celui enregistré au cours des dernières années. Pour autant, il n'y a pas moins d'usines, de mines, d'ingénieurs ... ni de personnes essayant de profiter de la vie. Très peu de personnes pensent, à ce stade, que le monde ne reviendra pas à un niveau de normalité à un certain stade, dans un an ou deux.

La question clé qui semble revenir sans cesse à la bouche des investisseurs est « Quand précisément ? » ... Est-ce que la reprise est pour le troisième trimestre ? Le quatrième trimestre ? L'année prochaine ? Est-ce que la Bourse va reprendre pour de vrai ? Nous avons deux réponses à apporter à ces questions : 1. Nous ne savons pas ; et 2. Cela nous importe peu.

Notre travail ne consiste pas à deviner ce que les marchés vont faire au cours du prochain trimestre. Notre tâche est de trouver des sociétés rentables cotées à des prix bas, et d'acheter leurs actions comme si nous voulions les conserver indéfiniment. Le dernier mot est un mot important. « Indéfiniment » n'est pas vraiment affecté par un ou deux trimestres. Dans l'intervalle, nous tirons profit des bénéfices de nos sociétés qui continuent à s'accumuler quelle que soit l'évolution des marchés financiers.

Mais nous restons prudents. Nous ne savons pas ce qui va se passer mais nous croyons qu'il existe toujours une surcapacité dans de nombreux secteurs, ce qui va perdurer pendant une

longue période. Nous nous en tenons donc aux ressources naturelles qui sont absolument nécessaires (et subissent un phénomène de déplétion naturelle), aux sociétés de services publics, aux compagnies d'assurance et de réassurance et aux biens de consommation et industriels où les barrières à l'importation sont importantes et nos sociétés devraient bénéficier de marges décentes (au moins une fois que le pire de la crise sera passé) et du pouvoir de la détermination des prix (au cas où l'inflation reviendrait). C'est la raison pour laquelle nous pensons avec certitude que le taux de Rendement Anticipé de plus de 17 % est réaliste.

Dernières nouvelles de SIA

Nous avons ajusté nos dépenses sur le dernier trimestre, ce qui signifie que nous sous sommes tout simplement défaits d'un certain nombre de nos analystes débutants. Après une période d'augmentation rapide des effectifs, nous sommes arrivés à la conclusion que nous devons nous appuyer davantage sur des analystes confirmés. Nous avons bien sûr conservé des analystes débutants car ils représentent une valeur ajoutée importante mais nous avons à nouveau mis l'accent sur l'ancienneté.

Avec d'autres ajustements de coûts, ce réajustement de personnel a permis à la société de rester rentable même aux niveaux actuels de valorisation qui sont assez déprimés. Notre capitalisation solide nous permet d'attendre aussi longtemps qu'il faudra pour récupérer nos volumes antérieurs.

Nous aurons nos présentations publiques annuelles à Bâle, Zürich et Genève les 6 et 7 mai et aux alentours de ces dates à Paris, Londres et Madrid (ces dates seront annoncées dans quelques jours). Comme toujours, nous espérons que ces présentations nous donneront l'opportunité de partager notre philosophie d'investissement avec nos investisseurs, à l'aide d'illustrations reposant sur des exemples spécifiques.

Nouvelles catégories de fonds

C'est bien connu que, dans une société de gestion d'actifs du type « boutique » comme SIA, les bénéfices réels proviennent des commissions de performance et non des frais de gestion, lesquels couvrent simplement les coûts. Nous avons un niveau de High Water Mark très élevé, ce qui signifie que nous ne facturons pas de commission de performance avant que la valeur liquidative de nos fonds ait atteint son point historique le plus haut. Ce qui est certain, c'est que nous avons l'intention de tenir cet engagement et nous ne « redéfinirons » jamais le niveau de High Water Mark : nos investisseurs peuvent être assurés qu'ils ne devront pas payer de commission de performance avant que l'investissement qu'ils ont effectué dans notre fonds atteigne la plus haute valeur de marché que nous avons connue par le passé.

Manifestement, ceci ne s'applique pas aux nouvelles entrées d'argent dans les fonds : aucune donnée historique et donc pas de High Water Mark. Nous avons donc décidé de fermer les Fonds actuels, Classic et Alpha, aux nouvelles entrées d'argent à partir du 1er juin 2009. Tout argent investi dans ces fonds jusqu'à cette

date ne donnera lieu à aucun versement de commission de performance avant que le High Water Mark n'ait été atteint, aussi longtemps que cela prendra. Tout investissement après cette date sera affecté à une nouvelle catégorie d'action de chaque fonds qui sera identique aux autres à tous égards mais sera soumis à des commissions de performance. Dès que les anciens fonds auront atteint leur niveau de High Water Mark, les nouvelles catégories seront regroupées avec les anciennes. Voici les détails des nouvelles catégories d'actions :

Tableau 3 : LTIF Classic and Alpha – Nouvelles catégories d’actions

Nom du fonds	Devise	Date Lanct	ISIN	Bloomberg	Telekurs
Long-Term Investment Fund (SIA) - Classic II EUR	EUR	31-May-09	LU0423699429	LTIFC2E	10'096'865
Long-Term Investment Fund (SIA) - Classic II USD	USD	31-May-09	LU0423699692	LTIFC2U	10'096'889
Long-Term Investment Fund (SIA) - Classic II CHF	CHF	31-May-09	LU0423699775	LTIFC2C	10'096'893
Long-Term Investment Fund (SIA) - Alpha II EUR	EUR	31-May-09	LU0423699858	LTIFA2E	10'096'895
Long-Term Investment Fund (SIA) - Alpha II USD	USD	31-May-09	LU0423699932	LTIFA2U	10'096'898
Long-Term Investment Fund (SIA) - Alpha II CHF	CHF	31-May-09	LU0423700029	LTIFA2C	10'097'000

À notre avis, cette décision n’est pas seulement juste et logique ; elle montre également notre engagement vis-à-vis de notre société, ce qui signifie notre engagement vis-à-vis de nos investisseurs. Nous avons l’intention d’être au rendez-vous à long terme, et, si nos résultats sont aussi bons que nous sommes convaincus qu’ils vont l’être, nous comptons bien dégager un excellent rendement

Chiffres des catégories d’actifs en USD

Tableau 4 : Valeur liquidative – Actifs sous gestion en USD

Mars 2008	VL	Début	▲ 22 m	? Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	175,28	-6,50%	-68,84%	95,96%	476,50
LTIF Alpha [USD]	149,47	3,16%	-43,64%	14,67%	89,96
LTIF Global Energy Value [USD]	80,67	3,93%	-66,53%	-39,22%	17,76
Global Mining Value Fund [USD]	43,56	11,92%	-74,59%	-67,49%	26,45
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	2'575,82	-11,78%	-42,19%		

Figure 16
LTIF – Classic USD

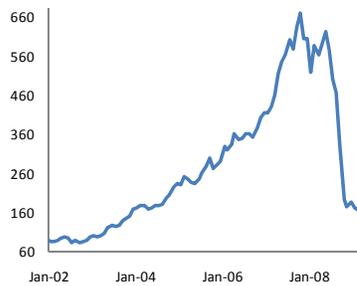


Figure 17
LTIF – Alpha USD

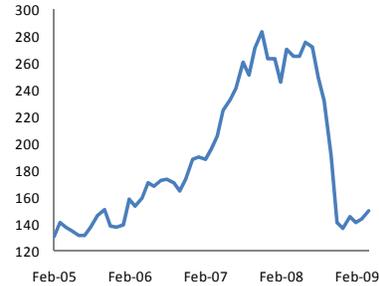


Figure 18
LTIF – Global Energy Value USD

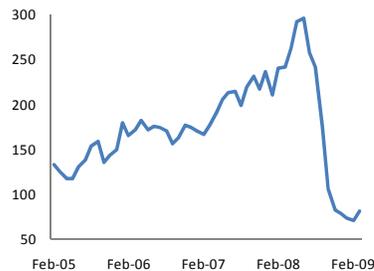
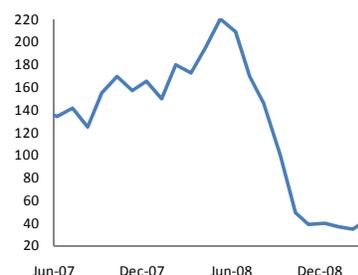


Figure 19
Global Mining Value Fund USD



Chiffres des catégories en CHF

Tableau 5 : Valeur liquidative - Actifs nets sous gestion en CHF

Mars 2008	VL	? YTD	? 12m	? Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	199,31	-0,11%	-64,18%	34,62%	541,80
LTIF Alpha [CHF]	169,96	10,20%	-35,21%	9,73%	102,29
LTIF Global Energy Value [CHF]	91,73	11,03%	-61,53%	-40,64%	20,19
Global Mining Value Fund [CHF]	49,53	19,57%	-70,79%	-70,20%	30,07
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	2'928,85	-5,76%	-33,54%		

Figure 20
LTIF – Classic CHF

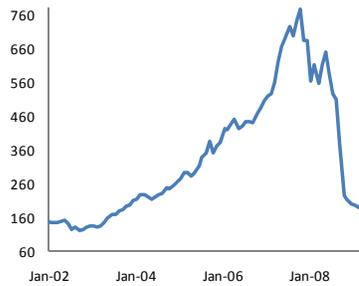


Figure 21
LTIF – Alpha CHF

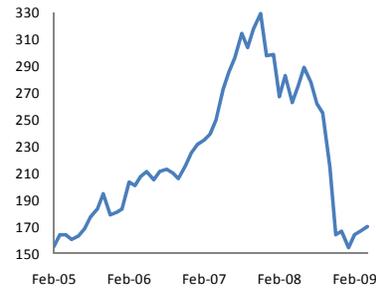


Figure 22
LTIF – Global Energy Value CHF

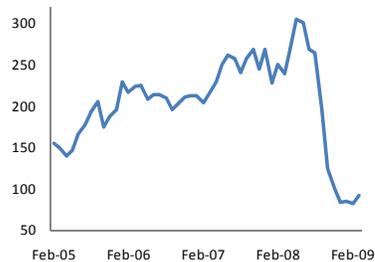
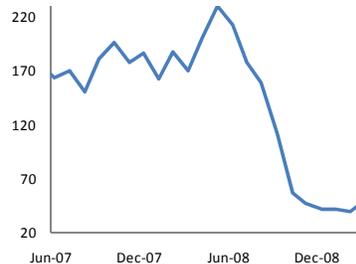


Figure 23
Global Mining Value Fund CHF



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 de 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 EUR

ISIN : LU0244071956
Telekurs : CH2432569
Bloomberg : LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

ISIN : LU0301247077
Telekurs : CH3101820
Bloomberg : LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

ISIN : LU0301246772
Telekurs : CH3101817
Bloomberg : LTIFCLC LX

LTIF – Alpha EUR

ISIN : LU0244072178
Telekurs : CH2432573
Bloomberg : LTIFALP LX

LTIF – Alpha USD

ISIN : LU0301247150
Telekurs : CH3101828
Bloomberg : LTIFALU LX

LTIF – Alpha CHF

ISIN : LU0301246855
Telekurs : CH3101824
Bloomberg : LTIFALC LX

LTIF – Global Energy Value EUR

ISIN : LU0244072335
Telekurs : CH2432575
Bloomberg : LTIFGEV LX

LTIF – Global Energy Value USD

ISIN : LU0301247234
Telekurs : CH3101839
Bloomberg : LTIFGEU LX

LTIF – Global Energy Value CHF

ISIN : LU0301246939
Telekurs : CH3101836
Bloomberg : LTIFGEC LX

Le fonds Global Mining Value est un fonds d'investissement à compartiments multiples constitué sous la forme d'une "société anonyme" le 6 juin 2007 et régi par la loi luxembourgeoise du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissements spéciaux (SIF).

GMVF-Global Mining Value EUR

ISIN: LU0305469388
Telekurs: CH3183766
Bloomberg: GMVFEUR LX

GMVF-Global Mining Value USD

ISIN: LU0305469545
Telekurs: CH3183768
Bloomberg: GMVFUSD LX

GMVF-Global Mining Value CHF

ISIN: LU0305470048
Telekurs: CH3183771
Bloomberg: GMVFCHF 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
Suisse

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

ISIN: CH0026389202
Telekurs: CH2638920
Bloomberg: LTIFSTA SW

Agent administratif :

Pictet Funds S.A.
Route des Acacias 60
CH-1211 Genève 73
Suisse

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Suisse

Dépositaire :

Pictet & Cie
Route des Acacias 60
CH-1211 Genève 73
Suisse

Légendes tableaux/figures

Tableau 4

Mars 2008 Valeur liquidative ▲ Année en cours ▲ 12 mois ▲ Lancement ESG (en millions)

Figure 2

Janv. 02 Janv. 04 Janv. 06 Janv. 08

Figure 3

Fév. 05 Fév. 06 Fév. 07 Fév. 08 Fév. 09

Figure 4

Fév. 05 Fév. 06 Fév. 07 Fév. 08 Fév. 09

Figure 5

Août 05 Août 06 Août 07 Août 08

Figure 6

Juin 07 Déc. 07 Juin 08 Déc. 08

Figure 16

Janv. 02 Janv. 04 Janv. 06 Janv. 08

Figure 17

Fév. 05 Fév. 06 Fév. 07 Fév. 08 Fév. 09

Figure 18

Fév. 05 Fév. 06 Fév. 07 Fév. 08 Fév. 09

Figure 19

Juin 07 Déc. 07 Juin 08 Déc. 08

Tableau 5 : Valeur liquidative - Actifs nets sous gestion en CHF

Mars 2008 Valeur liquidative ▲ Année en cours ▲ 12 mois ▲ Lancement ESG (en millions)

Figure 20

Janv. 02 Janv. 04 Janv. 06 Janv. 08

Figure 21

Fév. 05 Fév. 06 Fév. 07 Fév. 08 Fév. 09

Figure 22

Fév. 05 Fév. 06 Fév. 07 Fév. 08 Fév. 09

Figure 23

Juin 07 Déc. 07 Juin 08 Déc. 08

