

# Fonds de placement à long terme (Long-Term Investment Fund)

Lettre d'information janvier 2005

## Performances de notre portefeuille

La VL par action est désormais de 171,84 €, en hausse de 8,08 % pour le trimestre et de 27,95 % pour l'ensemble de l'année 2004

Comme nous l'avons expliqué dans le manuel de l'investisseur pour évaluer nos performances, les investisseurs du fonds LTIF devraient plutôt examiner le résultat de nos sociétés que le cours de celles-ci (et la valeur liquidative du fonds qui ne représente en fait que le total du prix des actions détenues à une date donnée). C'est la raison pour laquelle nous parlons plutôt de « performance intrinsèque » que de performance des actions.

Pour obtenir une description complète de notre politique d'investissement pour le fonds LTIF et son « manuel de l'utilisateur », qui explique de manière détaillée nos concepts de valorisation, comme la « valeur intrinsèque » et le « bénéfice par action du fonds », veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : [www.ltif.com](http://www.ltif.com). Vous trouverez également sur ce site les lettres d'information précédentes ainsi que les résultats détaillés du fonds depuis son lancement.

Pour de plus amples informations, veuillez adresser votre demande par écrit à [info@ltif.com](mailto:info@ltif.com).

Nos participations continuent d'enregistrer de bons résultats. Les résultats ont été soutenus pour la plupart des sociétés. En fait, une grande majorité d'entre elles ont atteint des bénéfices record. Pour l'ensemble de l'année, trois sociétés se distinguent au niveau de la croissance du bénéfice par action : Barratt Development (25 %), McCarthy & Stone (30 %), Zehnder (20 %), etc.

Cette croissance des bénéfices a entraîné une augmentation du cours de nos actions sans rendre pour autant ces sociétés trop chères. À cet égard, un certain nombre de nos sociétés ont des ratios cours/bénéfice qui sont moins élevés actuellement qu'au début de l'année. Globalement, la valeur liquidative du fonds (le cours auquel les actions que nous détenons se vendraient actuellement), en montant net de tous frais, s'élève à 171,84 €, ce qui représente une augmentation de 27,95 % sur l'année.

Comme au cours des trimestres précédents, le fonds a bénéficié de nouvelles entrées et les actifs nets sont désormais légèrement supérieurs à 37 millions € avec 13 millions € supplémentaires déjà engagés. Cette croissance des actifs a eu un certain nombre d'effets positifs. Entre autres, elle permet d'obtenir de meilleures conditions de la part de nos principaux fournisseurs, c'est-à-dire la banque dépositaire et l'agent administratif du fonds. Ces économies profitent directement à tous les investisseurs.

## Répertoire LTIF

### Agent administratif :

TMF Fund Administrators BV  
Westblaak 89  
P.O. Box 25121  
3001 HC Rotterdam  
Pays-Bas

### Gestionnaire du

**fonds :**  
J3 Associates Ltd.  
Mill Mall, P.O. Box 964  
Road Town, Tortola  
Iles Vierges  
Britanniques

### Siège social :

Mill Mall, P.O. Box 964  
Road Town, Tortola  
Iles Vierges  
Britanniques

### Dépositaire :

Pictet & Cie  
29, bd Georges Favon  
1204 Genève  
Suisse

### Conseiller :

Strategic Investment Advisors, SA  
4 Rue de l'Ecole de Chimie  
1204 Genève  
Suisse

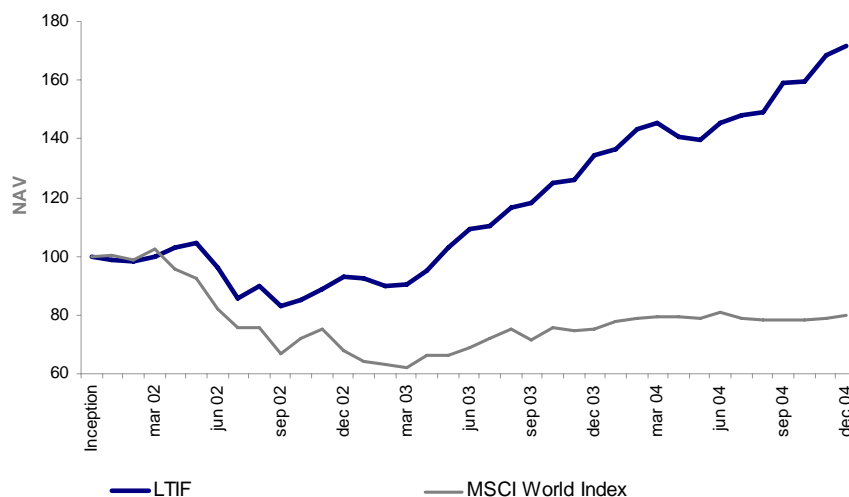
## Mouvements du portefeuille

*Nous avons acheté Gerdau, Usiminas, CST & CSN dans le secteur sidérurgique ; ainsi que des producteurs de produits alimentaires Perdigo et Sadia.*

*Nous avons vendu Boskalis, Bachoco, Cementir, & Imperial Sugar.*

Globalement, l'année a été relativement régulière, tant en termes de rentabilité intrinsèque de nos sociétés qu'en termes de cours (intégrés dans la VL), comme l'illustre le graphique suivant.

**Figure 1**  
Valeur liquidative du fonds LTIF par action par rapport à l'indice MSCI World Index



Au cours de ce trimestre, nous avons acheté et vendu un certain nombre de sociétés. Comme par le passé, nous avons continué de renforcer de nombreuses positions pour employer totalement les liquidités reçues.

Nous avons acheté un certain nombre de sociétés brésiliennes dans deux secteurs de base : l'acier et l'alimentation. Les sociétés sidérurgiques sont Gerdau, Usiminas, CST, et CSN. Elles sont extrêmement sous-évaluées (VE/Ebitda en dessous de 3 fois, dans certains cas) et bénéficient toutes deux d'un marché domestique en plein essor et d'une position très forte à l'export, avec des coûts qui sont parmi les plus bas du monde. Elles représentent au total 8 % de notre portefeuille.

Le secteur alimentaire est représenté par Sadia et Perdigo, les deux plus grands producteurs de viande de volaille et de porc, fraîche et transformée. À nouveau, ces sociétés évoluent sur un marché domestique très fort et occupent une position enviable à l'exportation : Le Brésil a les coûts les plus bas au monde pour le soja, le maïs et les autres aliments pour animaux. Les exportations vers les anciennes républiques soviétiques et la Chine augmentent rapidement et nous pensons que leurs avantages concurrentiels sont bien protégés. Les fluctuations sont très faibles (ratio cours/bénéfice 2005 en dessous de 7).

Nous avons vendu Boskalis, Cementir, Bachoco et Imperial Sugar parce que, dans chaque cas, leur cours était si élevé que nous ne pouvions plus justifier cette situation par une anticipation de bénéfices ultérieurs. Nous pensions que notre argent pouvait être investi plus rentablement dans d'autres titres. Les cessions ont été rentables et ont permis de dégager, dans chaque cas, plus de 40 % de plus-value.

## **Frais administratifs**

Le fonds facturait 1 % à tous les nouveaux investisseurs. Ces droits d'entrée avaient été introduits pour couvrir les frais de transaction et étaient intégralement acquis au fonds, donc à l'ensemble des investisseurs. Le fonds étant désormais beaucoup plus important, ces droits sont désormais inutiles et ont été éliminés.

La possibilité de coter le fonds en Irlande ou même en Suisse est désormais à l'étude. L'idée est de faciliter les investissements pour les résidents suisses et ceux de l'Union européenne. Dans tous les cas, ce ne sera fait que si les coûts supplémentaires sont assez petits pour être compensés par les économies provenant de volumes plus élevés.

## **Bilan : nos trois premières années**

*Quelques erreurs ont coûté de l'argent à nos investisseurs en 2002. Nous espérons en avoir tiré des leçons.*

Le soi-disant « monde des fonds », comme n'importe quel autre, utilise un certain nombre de statistiques de base pour mesurer la qualité de ses produits. Un de ces outils est la « performance sur trois ans » d'un fonds donné, qui représente la variation annualisée de la valeur liquidative (VL) par action du fonds au cours de ces trois ans. Les trois premières années de la vie du fonds représentent donc un repère qui permet de réfléchir sur ce que nous avons fait ... et sur ce qui nous attend.

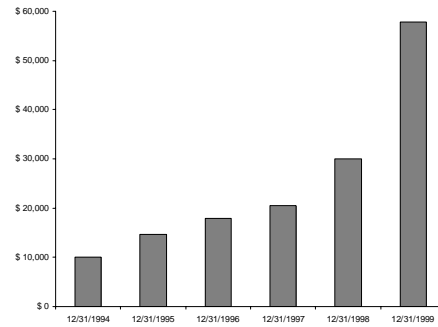
Tout d'abord, les mauvaises nouvelles : nous avons commis deux erreurs, toutes deux au cours de la première année, qui ont coûté de l'argent à nos investisseurs. Nous avons acheté une société qui était frauduleuse (Actrade, US) et une autre qui avait moins de valeur que ce que nous avons pensé (Teleplan, NL). Nous pourrions certainement trouver des excuses mais la vérité c'est que ces deux erreurs auraient pu et auraient dû être évitées. Malheureusement, nous commettrons d'autres erreurs à l'avenir. Mais pas les deux erreurs suivantes : lorsqu'une société ne fournit aucune information sur ses clients et lorsque les chiffres sont trop beaux pour être vrais... ils le sont probablement. S'agissant de Teleplan, la comptabilisation de fusions complexes a masqué la situation réelle : une rentabilité faible. Heureusement, nous n'avons pas commis d'autres « erreurs » de ce type, acheter une société dont la valeur réelle est inférieure à ce que nous avons payé (nous détenons quelques sociétés dont le prix de l'action est actuellement inférieur à notre prix d'achat mais nous ne considérons pas que c'est une erreur car, à notre avis, ces sociétés valent beaucoup plus).

*Les résultats ont l'air très bien orientés mais... que signifie vraiment la performance ?*

Ensuite, les bonnes nouvelles : notre performance. Mais que signifie au juste le terme performance ? Selon le secteur, comme nous l'avons dit, la performance est la plus-value annualisée de la VL par action. Si l'on s'en tient à cette définition, notre performance sur trois ans a été assez bonne : 19,26 % par an, en euros, avec une volatilité annualisée de 10,63 %, ce qui attribue à LTIF les meilleures notes des fonds d'actions. Mais est-ce quelque chose dont on doit être vraiment fier ?

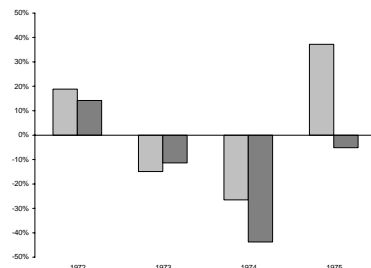
Prenons l'exemple du fonds de la figure 2. Il semble être un excellent investissement avec une performance exceptionnelle. La mauvaise nouvelle est, naturellement, que le graphique se termine en janvier 2000 et nous savons tous maintenant ce qui s'est passé ensuite. Les investisseurs qui n'ont pas réussi à prévoir les mouvements du marché (ils étaient nombreux et nous en faisons partie) ont perdu plus de 50 % de leur investissement au cours des deux ans et demi qui ont suivi.

**Figure 2**  
**VL par action,**  
**Fidelity Select**  
**Software &**  
**Computer Fund,**  
**Exercice fiscal 1994-**  
**1999**



Il convient également de souligner que ces pertes sont permanentes : la plupart des sociétés qui constituaient ce fonds n'existent même plus.

Voyons maintenant l'investissement de la figure 3, représenté par les barres noires (les barres plus claires représentent la performance de l'indice). Il n'a pas l'air très « appétissant » et sous-performe l'indice de plus de 40 % au total sur quatre ans. Mais cet investissement, coté à 38 \$ l'action fin 1975 se négocie aujourd'hui à plus de 87 000 \$, c'est-à-dire qu'il a été multiplié par plus de 2.000 fois. L'investissement, naturellement, est Berkshire Hathaway. Qu'est-ce que cela prouve ?



**Figure 3 :**  
**Performance annuelle de**  
**l'action par rapport à l'indice**  
**S&P 500, 1972-1975**

Cela veut dire que, à court terme et à moyen terme, la performance de la société et de ses actions peuvent être décorellées. Si un investisseur ne peut pas prévoir le cours d'une action, il ne doit pas tenir compte des variations, car il se peut qu'elles ne veuillent pas dire grand chose, et il doit se concentrer sur les performances de la société (ou des sociétés du fonds). Naturellement, « l'investisseur idéal » achèterait des actions dans le Fonds Fidelity en 1994, puis les vendrait en février 2002 puis achèterait des titres comme Berkshire Hathaway en 1976 (pas un an avant) puis les vendrait en février 2004 lorsqu'ils seraient au plus haut. Mais nous ne connaissons pas cet investisseur et ne savons pas du tout comment il faut procéder pour y parvenir. Nous continuerons donc d'acheter des investissements comme Berkshire Hathaway en 1972 si nous pensons que ces titres valent plus que leur cours actuel et éviterons toujours les titres surévalués. L'expérience montre que, sur le long terme, notre argent fructifiera. Donc, si l'on cherche à définir la performance, il faut analyser la performance de la société et pas celle des prix antérieurs de ses actions.

Voici maintenant les très bonnes nouvelles : la performance de nos sociétés a été excellente ces trois dernières années. La meilleure façon de s'y prendre est d'imaginer le fonds comme une entreprise relativement bien diversifiée qui détient des participations dans quelques entreprises (nos sociétés). Nous pouvons donc calculer le bénéfice par action du fonds. Le calcul n'est pas exact car il existe un certain nombre de régularisations complexes à effectuer (devises, imputations aux exercices, etc.) mais il donne une bonne idée de l'évolution de la rentabilité réelle du fonds.

En 2002, les bénéfices réalisés par nos sociétés représentaient 10,2 € par action du fonds. Étant donné que ces actions ont été émises à un prix de 100 €, chaque investisseur initial a « gagné » plus de 10 % de plus-value sur son investissement (à la fin de l'année, le prix du marché des actions du fonds avait baissé de 7 %). En 2004, cette même action du fonds avait « gagné » 17 €. Et c'est la performance réelle de nos sociétés : nous faisons de plus en plus d'argent avec elles. Le fait que le marché l'ait reconnu, en faisant monter la valeur de nos actions, est secondaire. Sur le long terme, aucun marché ne peut ignorer une société qui gagne de plus en plus d'argent chaque année (et, s'il l'ignorait, nous deviendrions riches avec les dividendes, lesquels représente plus de 3 % de notre investissement, avec un taux de croissance élevé).

Si les sociétés dans lesquelles nous investissons maintiennent leur rentabilité, nous pouvons être certains d'une plus-value à long terme pour nos actions, quelle que soit la « sous-performance » éventuelle à court terme. Un jour, tous les marchés vont baisser, comme ils l'ont fait en 2002 et nos actions baisseront aussi. Dans la mesure où nos sociétés enregistrent toujours de bonnes performances, nous devons profiter de cette situation pour en acheter davantage (la Bourse est le seul marché sur lequel les acheteurs aiment que les prix montent, ce qui dénote à quel point la plupart d'entre eux ont tort, et ce qui explique pourquoi ils ne font pas beaucoup d'argent sur le long terme).

Trois ans est une période très courte pour un investissement, tout particulièrement pour un instrument appelé « Long-Term Investment Fund ». Nous devons regarder plus loin.

Dans notre prospectus, rédigé au lancement du Fonds, nous avons déclaré notre objectif de rendement annuel de 15 %. Ceci n'est pas facile à réaliser à l'évidence car cet objectif dépasse largement les rendements du marché à long terme. Comment y sommes-nous parvenus et, tout particulièrement, comment allons-nous faire pour atteindre cet objectif à l'avenir ?

La formule est simple : acheter des sociétés rentables, qui ont un avenir solide et dont le cours est bas. Si un investisseur applique systématiquement cette méthode, il peut être garanti d'une sur-performance à long terme. C'est ce que nous avons fait. Notre problème est de continuer à le faire.

Comme nous l'avons dit dans une précédente lettre d'information, plus les marchés sont hauts plus il est difficile de trouver des positions rentables. En ce moment, investir dans des sociétés à

## **L'avenir**

*Pour maintenir notre performance nous devons continuer de trouver des titres sous-évalués, où qu'ils soient sans augmenter le profil de risque*

*Étant donné que les marchés sont sensibles aux effets de mode, les sociétés qui contiennent une grande valeur ont tendance à se regrouper par pays ou en fonction de caractéristiques qui ne sont pas très prisées du marché*

*Un portefeuille de valeurs de rendement sera toujours quelque peu concentré mais nous nous assurerons qu'il soit bien diversifié*

grande capitalisation, dites « blue chip » (sociétés bien établies, grandes sociétés), ne garantit pas aux investisseurs un rendement de 15 % sur le long terme : le prix de départ est trop élevé si bien que les marchés ne peuvent, sur un certain nombre d'années, supporter ce taux de croissance. Que faire alors ?

La réponse n'est pas de « prendre davantage de risques ». Cela n'apporte aucune valeur et nous ne pensons pas qu'investir signifie prendre des risques. En fait, il s'agit de minimiser les risques tout en obtenant un bon rendement. Ce que nous devons faire, c'est répéter ce que nous avons fait au cours de ces trois dernières années, encore et encore : repérer les investissements rentables et peu prisés, donc bon marché.

En 2002, ceci a concerné principalement les petites sociétés. De nombreux investisseurs les ont évitées car elles étaient considérées comme « plus risquées ». Mais (que ce soit plus ou moins vrai) c'est une généralisation grossière et inutile : il existe des douzaines de milliers de petites sociétés cotées en Bourse et, la seule chose qu'elles aient en commun, c'est leur petite taille (et ce point commun n'est que temporaire car nombre d'entre elles se développent et deviennent de plus grandes sociétés et d'autres disparaissent). Nous avons trouvé des positions dans cette gamme de sociétés et nous en détenons encore certaines (McCarthy and Stone, par exemple, en hausse de plus de 100 % depuis que nous avons acheté ce titre) ou nous les avons vendues en réalisant une bonne plus-value (Petroleum Development Corporation, vendue pour plus de trois fois son prix d'achat).

Progressivement, nous avons réorienté notre portefeuille vers des « ressources de base » et maintenant vers certains « marchés émergents » (nous détenons plusieurs sociétés brésiliennes et coréennes). Mais nous ne sommes pas en quête de « thèmes » et ne cherchons pas à changer de méthode. Notre principe reste le même : rechercher des sociétés solides à bas prix. Ce qui se passe c'est que, lorsque les marchés bougent, la « valeur » apparaît à différents endroits. Nous ne changeons pas (et ne changerons pas) notre stratégie ; nous la suivons tout simplement et nous laissons guider par elle.

Cette stratégie a un effet intéressant : de nombreux investisseurs n'aimeront jamais notre portefeuille parce que nous achetons des titres qui sont délaissés par le marché. Mais c'est un corollaire nécessaire pour notre style d'investissement : ce qu'aiment les gens, presque naturellement, ce sont les choses chères.

Nous le répétons, nous ne pensons pas que nous prenons plus de risques. Avant d'engager des fonds dans une société, nous essayons de comprendre son activité et sa position. Le fait que cette société soit relativement petite ou est implantée dans un pays lointain n'en fait pas un investissement risqué. Elle peut paraître risquée aux investisseurs qui ne prennent pas la peine de comprendre son activité et qui préfèrent s'en tenir à des sociétés connues. Mais est-ce que les actions des sociétés pharmaceutiques « blue chip » qui paraissent sûres le sont vraiment, si l'on considère qu'une grande partie de leurs bénéfices proviennent de quelques médicaments dont les brevets (ou

*Nous prenons des positions de « groupe » dans des sociétés très similaires appartenant au même secteur pour diminuer le risque opérationnel*

*Mais nous maintenons notre politique globale qui consiste à ne détenir que 20 « positions » environ*

la sécurité) sont contestés et qui se vendent à plus de 20 fois leurs bénéfiques (si tout va bien) ? De nombreux investisseurs en ont fait le constat cette année. Nous parlerons du risque plus en détail dans une prochaine lettre d'information car nous pensons que c'est un concept essentiel, mal compris.

Nous avons décidé dès le début d'investir le fonds dans une vingtaine de sociétés. La raison étant qu'il est très difficile de suivre vraiment plus de vingt sociétés et ceci implique l'introduction d'une discipline saine : si nous trouvons une société que nous aimons, nous nous demandons : est-ce que nous l'aimons plus que certaines sociétés que nous détenons déjà ? Si la réponse est oui, nous la remplaçons et nous améliorons la qualité du portefeuille. Dans le cas contraire, nous ne l'achetons pas car la qualité en serait diluée. Nous faisons malgré tout deux exceptions à cette règle (en fait nous avons 26 sociétés à l'heure actuelle).

Tout d'abord, dans certains cas, nous achetons plusieurs sociétés du même secteur, qui ont de nombreuses caractéristiques en commun, comme les producteurs de pétrole canadiens ou les sidérurgistes brésiliens. Nous pensons que l'analyse fondamentale s'applique de la même manière à au moins quelques-unes de ces sociétés et le fait d'en acheter plusieurs diminue les risques opérationnels. Nous achetons donc de petites positions qui, prises dans leur ensemble, forment une position complète.

La seconde exception est lorsque nous trouvons une société que nous aimons vraiment et qui ne paraît pas chère mais lorsque des points d'interrogation subsistent (s'ils sont importants, nous n'achetons pas). Dans ce cas, nous achèterons peut-être la moitié d'une position dans l'idée de la compléter dès que ces doutes auront été levés. Si, après quelques mois, ce n'est pas le cas, nous vendons. Étant donné que, par définition, nous n'achetons que des titres bon marché, il est fortement probable que cette transaction sera rentable (ceci a toujours été le cas jusqu'ici).

Mais, malgré une surévaluation générale des actions, nous restons convaincus que nous trouverons assez de titres qui, sur le long terme, nous permettront de réaliser nos objectifs, sans prendre de risques inutiles, même si cela implique des sociétés et des secteurs qui ne sont pas à la mode et hors de portée. C'est ainsi que nous comptons gagner nos commissions (de nombreux gestionnaires de fonds ne semblent pas travailler pour gagner des commissions mais pour les protéger : qui a déjà été mis à la porte pour avoir acheté des blue-chips surévaluées ou des actions à la mode ?).

Nous aimerions donc profiter désormais de cette « approche à long terme » pour mentionner quelques évolutions du fonds Long-Term Investment Fund.

## **Les Alpha series**

La première d'entre elles est le lancement des « Alpha Series » du fonds. Comme le savent les lecteurs, cet investissement sera composé des actions du fonds LTIF et d'une « vente à découvert » (« short sale ») de l'indice de marché global pour que le fonds soit moins « sensible » aux aléas des marchés. Les résultats seront meilleurs qu'avec le fonds LTIF en cas de baisse des indices, mais moins bons en cas de hausse des indices. Globalement, ces périodes devraient se compenser entre elles, ce qui signifie que, à long terme, les résultats seront similaires pour les deux fonds mais seront plus stables pour les Alpha Series.

Quelques investisseurs qui comprennent bien notre philosophie ont indiqué que Alpha Series est superflu si les résultats à long terme doivent être les mêmes et les fluctuations à court terme ne nous soucient guère. Nous sommes entièrement d'accord. Mais la vérité c'est que de nombreux investisseurs préfèrent réellement une volatilité moins importante à court terme si ce n'est pas au détriment de la performance à long terme.

Des informations détaillées sur Alpha Series figurent sur le site Internet, à l'adresse [www.ltif.com](http://www.ltif.com).

## **Le fonds Global Energy Value Fund**

La deuxième évolution est le lancement du fonds Global Energy Value Fund. Dans notre lettre d'information précédente, nous avons expliqué pour quelle raison le secteur énergétique (et tout particulièrement le pétrole) devrait être un excellent investissement au cours des prochaines années. 20 % du fonds LTIF est investi dans les valeurs énergétiques et nous pensons que cette limite ne doit pas être dépassée, pour des raisons évidentes de diversification. Mais nous pensons que chaque investisseur devrait investir une partie importante de son portefeuille (au moins 10 à 15 %) dans le secteur énergétique. Les recherches que nous avons effectuées sur ce secteur nous ont amenés à développer ce fonds, ce qui représente, à notre avis, un moyen très efficace pour atteindre ce pourcentage d'investissement. Comme d'habitude, ses caractéristiques sont des risques très mesurés, limités le plus possible, une entrée sur le marché au moment où les cours sont bas et un potentiel de hausse élevé. Dès que le fonds est opérationnel (dans quelques semaines), nous afficherons les informations sur le site [www.ltif.com](http://www.ltif.com), en attendant que son propre site Internet ait été mis en place.

## **Notice légale**

Les fonds Long-Term Investment Fund et Global Energy Value Fund ne sont pas autorisés en vue d'une distribution au public en Suisse, dans l'Union européenne ou aux États-Unis. 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 aucun cas constituer une offre de vente de produits financiers, laquelle pourrait ne pas être appropriée à ces investisseurs.