

## Long Term Investment Fund

Le tableau 1 et les figures 1 à 5 indiquent la dernière évolution de la Valeur liquidative de nos fonds.

Tableau 1 : Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en EUR

Décembre 2009	VL	Δ Année en cours	Δ 12mois	Rendement annualisé depuis le lancement	ASG (en millions)
LTIF Classic [EUR]	227,72	68,86 %	68,86 %	10,83 %	599,95
LTIF Alpha [EUR]	144,94	39,04 %	39,04 %	7,84 %	106,15
LTIF Global Energy Value [EUR]	117,48	110,39 %	110,39 %	3,39 %	47,88
LTIF Stability Series [CHF]*	210,70	26,02 %	26,02 %	7,38 %	40,80
*Rendement total (y compris les dividendes)	3,23	28,41 %			
Global Mining Value Fund [EUR]	98,84	253,00 %	253,00 %	-0,45 %	46,77
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2 661,76	26,72%	26,72%		

Nos fonds se sont fortement appréciés et ont surperformé les marchés comme l'indiquent nos fonds à « rendement absolu », Alpha et Stability. Ce type de performance était naturellement prévisible après les pertes injustifiées que nous avons enregistrées l'année dernière : les choses commencent à revenir à la normale. Mais, ce qui est beaucoup plus important que l'évolution du cours des actions, c'est l'évolution des fondamentaux à long terme. La Figure 6 indique l'évolution des bénéfices ajustés par action de notre fonds Classic.

Figure 1  
LTIF – Classic EUR

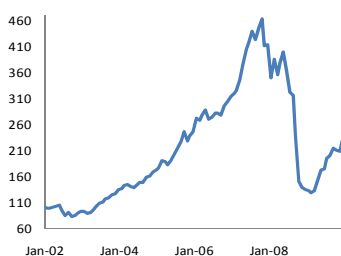


Figure 2  
LTIF – Alpha EUR

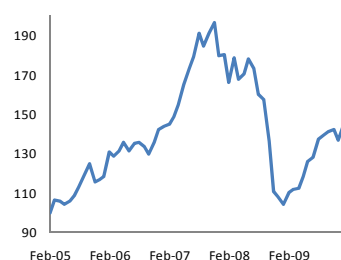


Figure 3  
LTIF – Global Energy Value EUR



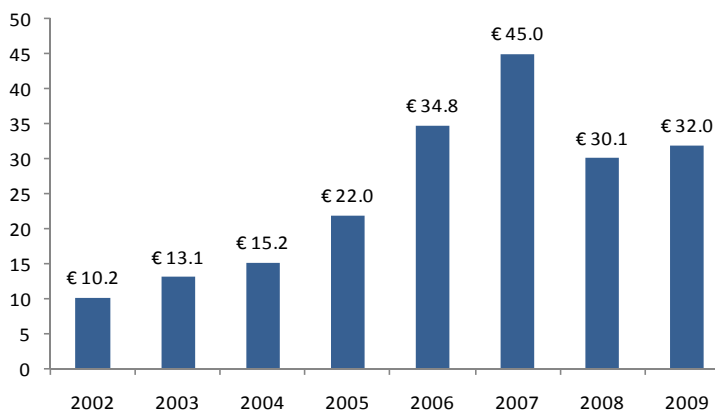
Figure 4  
LTIF – Stability CHF



Figure 5  
Global Mining Value Fund EUR



Figure 6 : Bénéfice annuel par action du fonds Classic

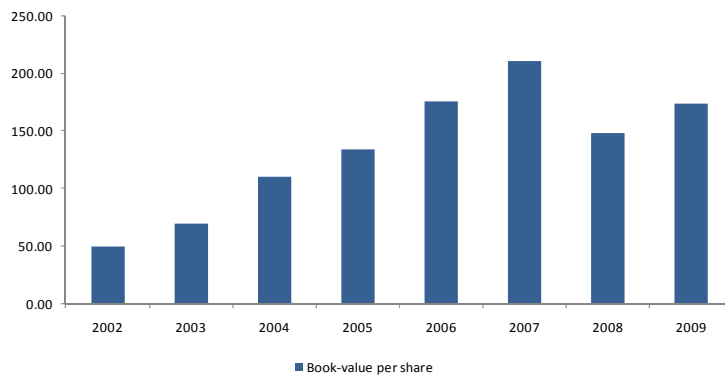


Comme nous l'avons souvent répété, nous ajustons le bénéfice par action afin de pouvoir le comparer d'une année sur l'autre en tenant compte des augmentations de capacités prévues, des frais forfaitaires et des recettes, etc. Ce qui est également intéressant, en procédant à ces ajustements, c'est de pouvoir étudier la valeur comptable par action : même si, d'un point de vue conceptuel, cette méthode est

Lettre trimestrielle Décembre 2009

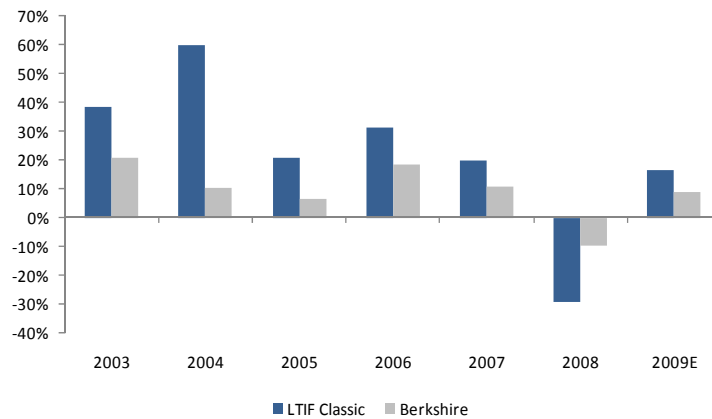
moins précise que le bénéfice par action, elle présente l'avantage de ne pas être soumise à des ajustements comptables de notre part (c'est probablement la raison pour laquelle Warren Buffett publie l'évolution de la valeur comptable par action de Berkshire Hathaway sur la première page de son rapport annuel et de sa lettre aux actionnaires et non l'évolution des bénéfices ou même du prix de l'action). La Figure 7 indique l'évolution de la valeur comptable par action de notre fonds Classic (en aparté, nous incluons l'évolution de Berkshire Hathaway et du fonds Classic en dollars pour les rendre comparables, dans la figure 8).

Figure 7 : Valeur comptable par action du fonds LTIF



Valeur comptable par action

Figure 8 : Évolution de la valeur comptable par action de Berkshire et de LTIF Classic 2002-2009



La valeur comptable est une donnée extrêmement importante, un chiffre qui est souvent négligé. Si les comptes sont tenus correctement (et nous contrôlons réellement les manipulations comptables) ils indiquent le prix d'achat, moins les frais d'amortissement, des actifs de la société. L'acheteur d'une action de notre fonds Classic achète pour environ 175 € de terrains, stocks, machines, liquidités, etc. nets d'endettement. Pour un prix d'action de 227 €, c'est une excellente

Lettre trimestrielle Décembre 2009

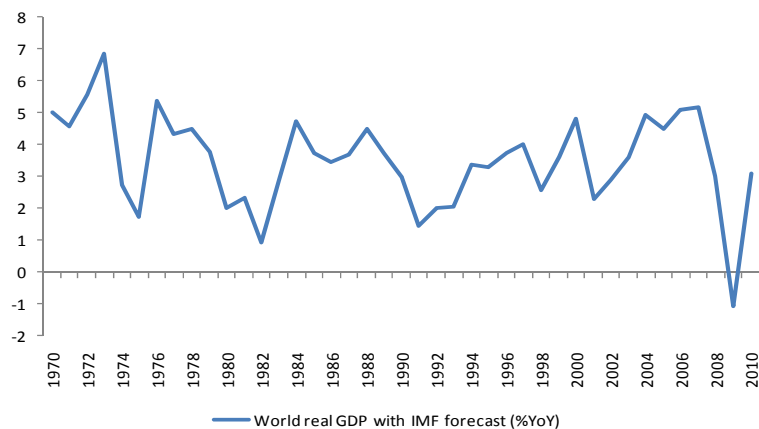
opération étant donné que les rendements anticipés sur ces actifs dépassent largement les 15 %. Sur la durée, l'évolution de la valeur comptable détermine l'évolution du cours de l'action dans une très grande mesure, si les dividendes réglés sont inclus. Par conséquent, le climat économique très difficile que nous avons connu l'année dernière indique que nous pouvons anticiper des augmentations constantes de notre valeur nette et, dès lors, du prix de nos actions. Nous pensons qu'il est extrêmement important que les investisseurs aient une véritable idée de la valeur de nos fonds: ils possèdent en fait partiellement un certain nombre de sociétés. Ce qui est donc important sur le long terme n'est pas tant l'évolution du prix des actions mais plutôt les performances des sociétés. Et, à cet égard, nous avons enregistré une excellente année et nos attentes pour l'année prochaine sont loin d'être mauvaises.

Est-ce que le contexte économique global ne va pas finir par affecter nos sociétés ?

**Vue d'ensemble pour 2010**

Comment voyons-nous l'économie ? Pas de grands bouleversements en vue. En commençant par la variable économique la plus importante, le PIB mondial, nous pensons qu'il est plutôt sage de prévoir un taux de croissance compris entre 2,5 % et 4 %, ce qui correspond complètement à la moyenne des 30 dernières années, comme l'indique la figure 9 ci-dessous.

Figure 9 : Prévion FMI PIB réel mondial (% d'une année sur l'autre)



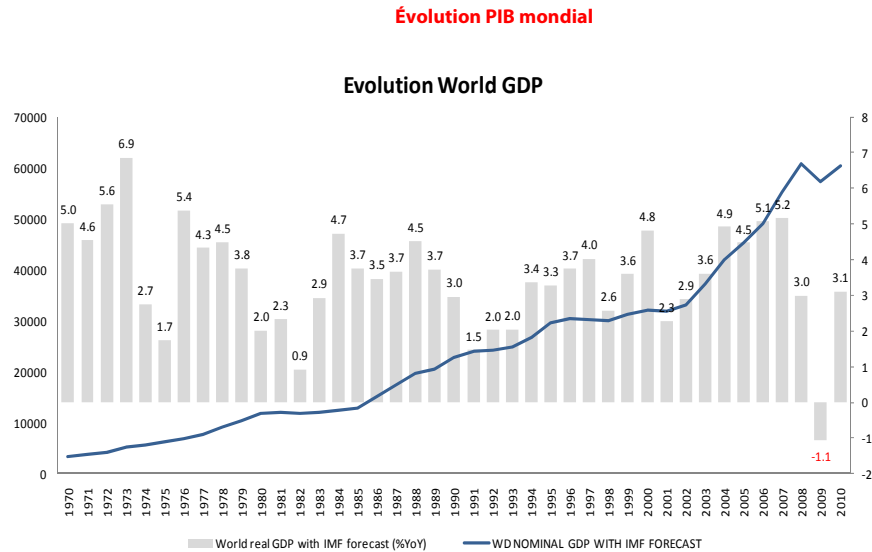
**PIB réel mondial selon la prévision du FMI (% d'une année sur l'autre)**

Ce chiffre, évidemment n'est qu'un montant cumulé : certains pays connaissent en fait un taux de croissance bien supérieur à d'autres. Mais ce n'est pas une grande nouvelle : tout le monde s'attend à un taux de croissance très fort dans les fameux pays « BRIC » (Brésil, Russie, Inde et Chine) alors que les pays de l'OCDE connaîtront une reprise timide et peineront à remonter la pente à cause de leur endettement élevé et du problème de vieillissement de leur population. Mais si l'on remet les choses en perspective, les États-Unis et l'Europe auront, en tout état de cause, des PIB légèrement supérieurs à ceux de 2009 ce qui

Lettre trimestrielle Décembre 2009

signifie qu'ils se situeront de 1 à 2 % en dessous de leurs plus hauts historiques. Nous ne sommes pas devenus pas pauvres soudainement, ce qui peut être constaté sur la Figure 10.

**Figure 10 : PIB mondial (valeur absolue et taux de croissance de l'année précédente sur la période 1970 – 2010)**



**PIB réel mondial selon la prévision du FMI (% d'une année sur l'autre)**  
**PIB nominal mondial selon la prévision du FMI**

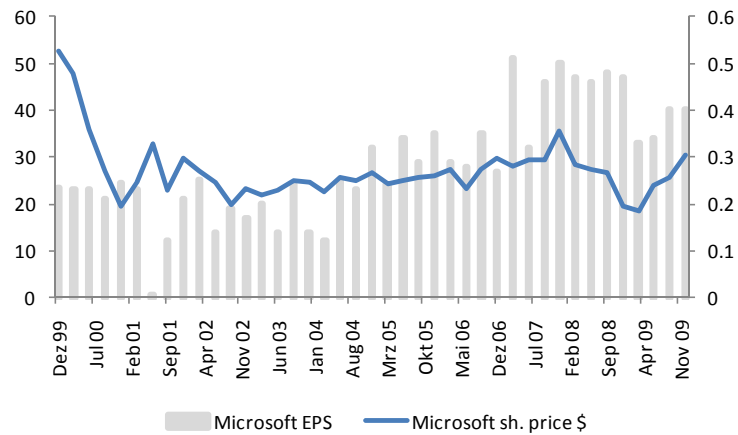
Si les taux de croissance mondiaux cachent manifestement d'importantes disparités internationales, ils dissimulent également des problèmes spécifiques à certains secteurs et certaines sociétés. Comme nous l'avons fait remarquer à maintes reprises, la récession dont nous sortons va laisser de nombreux secteurs en situation de surcapacité de production ce qui prendra du temps à rectifier. Mais certains secteurs se portent bien néanmoins et cela ne sert à rien de généraliser. Mais c'est ce que font de plus en plus les investisseurs, ils généralisent.

Les « ETF » (ces fonds négociés en Bourse) qui sont, dans de nombreux cas, de simples indices sectoriels qui font fureur à l'heure actuelle. Dès lors, les investisseurs qui croient que les valeurs énergétiques peuvent représenter un bon investissement et achètent tout simplement des « ETF Energie » ce qui signifie qu'ils achètent la plupart des sociétés produisant de l'énergie. C'est une méthode d'investissement très approximative qui ne peut que mal se terminer (comme la plupart des investissements à la mode). Sans procéder à une analyse détaillée des données économiques d'un nombre minimum de sociétés énergétiques, et à une comparaison entre ces analyses et le prix des actions des sociétés, il est impossible de savoir s'il est intéressant ou pas d'acheter un « ETF Energie ». Soit, les « investisseurs ETF » peuvent avoir plus ou moins de solides raisons de croire que le prix du pétrole va peut-être remonter à l'avenir. Mais comment peuvent-ils savoir si ce

Lettre trimestrielle Décembre 2009

raffermissement n'est pas déjà inclus dans le prix des actions qu'ils achètent ? Souvenez de comment Internet allait changer le monde en 1999 ? Et bien, cela s'est produit. Mais le prix des actions à cette époque avait déjà écarté cette possibilité. Si quelqu'un avait prédit en 1999 que Microsoft conserverait sa position dominante dans le secteur informatique au cours de la prochaine décennie, il aurait eu absolument raison : ses bénéfices ont plus que doublé depuis lors. Mais investir dans des actions Microsoft aux prix auxquels elles s'échangeaient en 1999 aurait été une très mauvaise idée, comme l'indique la figure 11.

Figure 11 : Prix de l'action Microsoft et BPA entre 1999 et 2009



BPA Microsoft    Prix action Microsoft en \$

Il n'y a pas d'autre solution que d'effectuer une analyse approfondie pour essayer de comprendre les sociétés, leurs activités et leurs perspectives si la décision d'investissement signifie bien plus pour l'investisseur que d'effectuer un simple pari sur le dernier concept à la mode. Dès que cette analyse individualisée a été effectuée, les investisseurs comprennent que des changements macroéconomiques (récession, sortie de récession) peuvent avoir un impact énorme sur les prix des actions mais ne peut affecter dans une même mesure le résultat économique des sociétés à long terme. La conséquence directe, pour de plus en plus d'investisseurs qui suivent tout simplement le troupeau comme des moutons et remplacent l'analyse financière par des mots à la mode comme « de-risking » (diminution des risques), « de-coupling » (découplage) et « de-thinking », est que les opportunités de trouver des valeurs avec un potentiel d'appréciation augmentent à long terme. Nous pensons que les bons rendements à long terme de nos investisseurs vont rester élevés voire même augmenter.

Commentaire sur notre portefeuille

Au cours de l'année dernière, nous avons ajouté à notre portefeuille un certain nombre d'actions qui, à notre avis, augmentent sa valeur.

---

## Lettre trimestrielle Décembre 2009

Examinons quelques-uns des principaux titres que nous détenons en portefeuille par secteur :

Valeurs industrielles. C'est l'un des secteurs les plus « épineux » du monde. De nombreux leaders du marché établis depuis longue date doivent faire face à une capacité excédentaire et, à notre avis, c'est un problème de plus en plus important pour les sociétés des marchés émergents. Il est remarquable qu'une société chinoise comme Huawei ait acquis une part de marché dans le secteur des équipements en télécommunications pas simplement en Chine mais également dans les pays de l'Ouest, y compris dans les pays scandinaves, qui sont le fief d'Ericsson et de Nokia. Et c'est une tendance qui perdure.

Dès lors, si les investisseurs doivent de manière générale être très sélectifs, le secteur industriel est particulièrement délicat. Notre principal investissement est CAF, le fabricant espagnol de trains légers et de tramways. La société enregistre des résultats excellents, son carnet de commandes est bien fourni sur les cinq prochaines années et bénéficie d'une situation financière extrêmement solide (les liquidités nettes représentent pratiquement la moitié de la capitalisation boursière) et d'une bonne position vis-à-vis de la concurrence. Le nombre de contrats de maintenance qui sont par nature stables et très rentables est en augmentation, parallèlement à la croissance de leur base installée. Nous avons eu assez de chance de pouvoir acheter la plupart de cette position à moins de 200 € l'action au cours du mouvement de panique du mois de mars. L'action s'échange actuellement à presque deux fois ce prix. Nous pensons qu'il reste encore un bon potentiel d'appréciation dans ce titre. Les usines situées en Espagne, aux États-Unis et en France ainsi que les installations de maintenance locales au Mexique, en Argentine, au Royaume-Uni et au Portugal, indiquent un bon potentiel de croissance parallèlement à la demande croissante en moyens de transport « propres », sûrs dans des villes du monde entier.

Une petite société appelée Wasion représente l'une des idées d'investissement suggérées par notre bureau de Singapour. Basée en Chine, cette société construit des compteurs électriques pour lesquels il existe une pénurie dans le pays car la plupart des foyers ne relevaient pas leur consommation électrique auparavant. Les actions se sont appréciées énormément cette année (leur valeur a été multipliée par plus de quatre) mais elles s'échangent toujours à un prix très raisonnable.

Biens de consommation. Un investissement très rentable dans ce secteur a été Cermaq, producteur de saumon basé en Norvège, tout comme Inditex, le propriétaire de chaînes de vêtements, et entre autres, l'empire des vêtements décontractés Zara. Les sociétés sont très différentes mais les deux peuvent être achetées à des prix très bas. La bonne nouvelle, c'est que le prix des actions subit une forte hausse. La moins bonne nouvelle, c'est que leur potentiel d'appréciation

Lettre trimestrielle Décembre 2009

est désormais bien moins élevé et que nous recherchons déjà d'autres valeurs de remplacement.

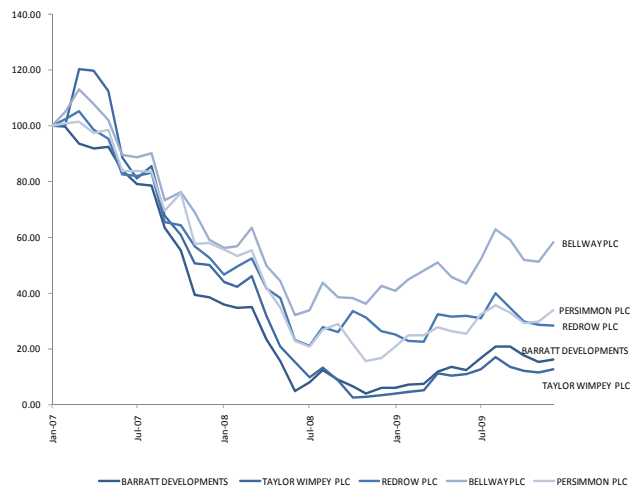
Steinhoff, un fabricant de meubles bas de gamme et milieu de gamme est par ailleurs toujours bon marché, même après le doublement du prix de l'action depuis que nous l'avons achetée.

Santé. Traditionnellement, les investisseurs « value » ne touchent pas à ce secteur et nous avons également adopté cette conduite par le passé. Cette décision est motivée par deux éléments principaux : ces valeurs ont toujours été très chères parce qu'elles combinent stabilité et croissance ; et, dans certains domaines, il existe des risques technologiques : de nouveaux traitements peuvent rendre les produits d'une société obsolètes. En 2008-2009 les actions de ce secteur ont chuté à cause des liquidations générales sur les marchés et également par crainte de l'impact des réformes sur le système de santé américain. Des efforts énormes ont été déployés pour analyser les sociétés que nous n'avions jamais étudiées auparavant mais la grande équipe d'analystes que nous avons constituée rend ces analyses possibles. Une grande partie de nos investissements dans ce domaine a été tellement rentable que nous avons déjà dû les vendre car nos actions avaient atteint un point tellement élevé que nous pensions qu'il ne restait plus qu'un faible potentiel d'appréciation. Ces sociétés sont les suivantes : Synthes, Tecan, IMS Health, et Novo Nordisk. Nous détenons toujours quelques positions dans ce secteur et espérons augmenter leur part au cours des prochains mois, à condition que nous puissions trouver des prix d'entrée attrayants.

Un autre ajout substantiel à notre portefeuille (plus de 5 %) au cours de cette année a été l'une de nos « vieilles connaissances » : UK homebuilders. Le secteur a été complètement détruit l'année dernière : le prix de l'immobilier a baissé de plus de 20 % ce qui n'était jamais arrivé en l'espace de quelques mois et, logiquement, les volumes ont disparu, car personne ne voulait acheter lorsque les prix étaient en chute libre. Pour aggraver la situation, c'est tout le secteur financier britannique qui était pratiquement en faillite ce qui rendait l'accès au financement hypothécaire très difficile. Ce n'est pas surprenant que ces sociétés, qui s'étaient fortement endettées, se soient retrouvées très proches de la faillite et qu'elles n'aient plus fait de bénéfices. Le prix des actions s'est effondré (voir la figure 12 sur le prix des actions des principaux acteurs).

**Figure 12 :** Prix des actions (recalculé) des principaux constructeurs de logements, 2007-2009

Lettre trimestrielle Décembre 2009



Nous avons suivi de très près ces événements et avons fixé les prix d'entrée en se basant sur ce que nous estimions être le prix réel des logements, en tenant compte de facteurs tels que l'offre, la demande et la notion de prix abordables. Un élément très positif pour le marché du Royaume-Uni c'est qu'il n'y a plus de stocks de logements invendus. Par conséquent, il est évident que le niveau très faible de transactions concernant le bas du marché ne peut plus durer. Les gens doivent malgré tout déménager de temps à autre après une naissance, un décès, un divorce, une mutation professionnelle etc. Et puisque les stocks ont disparu, toute augmentation de l'activité se traduit par des constructions nouvelles. Ceci s'est déjà passé et nous sommes convaincus que nous avons été en mesure d'acheter des sociétés avec des « land banks » (banques de terrains) complètes à un prix inférieur au prix minimum du terrain appliqué réellement sur le marché : les prix des logements ont été en augmentation au cours des derniers mois. Si nous avons vraiment acheté au plus bas alors il ne fait aucun doute que nous dégagerons une excellente rentabilité.

Le secteur des télécommunications est un autre nouveau secteur pour nous. Les investissements dans ce domaine n'atteignent pas vraiment un rendement de 15 %, ce que nous cherchons toujours à atteindre, mais la stabilité des activités est excellente et nous avons été en mesure de trouver des sociétés très solides dont les dividendes sont supérieurs à 6 %. Nous avons acheté et vendu Telefonica car le titre avait atteint son prix cible mais nous avons conservé Vivendi, KPN et Swisscom. Dans un domaine technologique associé, nous avons acheté des actions dans Accenture à un prix très bas. Nous les détenons toujours.

Les autres secteurs dans lesquels nous avons investi et qui assurent une certaine stabilité au portefeuille sont les services publics et les autoroutes. Ces secteurs sont habituellement stables, à génération de cash-flow, ce qui tend à rapporter de



---

### Lettre trimestrielle Décembre 2009

bons dividendes et leur taux de croissance est très modeste. Mais au cours de la panique au mois de mars, nous avons trouvé des actions à des prix très bas. Par exemple, la concession d'autoroutes italienne Atlantia, a connu quelques mois moroses fin 2008 et début 2009 : le trafic a baissé d'environ 3,5 %. Le marché a assumé immédiatement que cette activité avait atteint ses limites. Mais cette conclusion hâtive a fait abstraction du fait que ces mois correspondaient au moment où nous avons touché le fond de la récession la plus sévère depuis une génération et qu'en Janvier-Février 2009 le nord et le centre de l'Italie avaient été affectées par les plus grosses chutes de neiges qu'elles aient connues depuis plusieurs décennies. Nous pensions que la récession n'allait pas durer indéfiniment et nous savions bien qu'il arrêterait de neiger de toute façon à l'arrivée de l'été ! Effectivement, le trafic a repris et, dans son sillage, le prix de l'action s'est redressé. Pour donner une idée des erreurs que peuvent commettre les marchés et à quel point ils ont une vue à court terme, nous avons acheté des actions à 10 € et les avons revendues six mois plus tard à 17 €. Et ce, dans un contexte de monopoles dont les bénéfices, du fait de la législation, ne changent pratiquement pas d'une année sur l'autre.

Mais, en plus des stocks très dépréciés, nous avons trouvé quelques valeurs de sociétés de services publics/d'autoroutes enregistrant un bon taux de croissance tout particulièrement sur les marchés émergents. Nous avons pris des positions sur plusieurs sociétés d'autoroutes chinoises ; certaines sociétés de services publics réglementés européens et quelques sociétés de distribution et de production brésiliennes. Une de ces sociétés, Coelce, verse un dividende de 12 % par an, ce qui est tenable d'après nous. Ce n'est pas 15 %, soit, mais 12 % en liquidités n'est pas si mauvais tout particulièrement dans un pays qui a de bonnes perspectives de croissance.

Nous maintenons notre position relativement large dans quelques ressources naturelles, principalement le pétrole, le cuivre et les producteurs de charbon. La demande est en augmentation constante pour ces matières premières et le processus d'urbanisation mondial se poursuit mais l'offre est sérieusement limitée. Ceci a eu pour effet, et a surpris les investisseurs qui ne suivent pas les effets de l'offre et de la demande, de pousser les prix à la hausse à des niveaux qui n'étaient pas très éloignés de ceux prévalant avant le crash de 2008. Nous pensons que ces prix sont plus que tenables et qu'il existe un potentiel d'appréciation évident sur le long terme. Si c'est le cas, nos sociétés seront extrêmement rentables. Il s'agit certainement d'un autre domaine dans lequel le discernement est essentiel : toutes les matières premières ne vont pas produire les mêmes rendements puisque la situation de l'offre varie énormément comme nous allons en discuter ci-dessous.

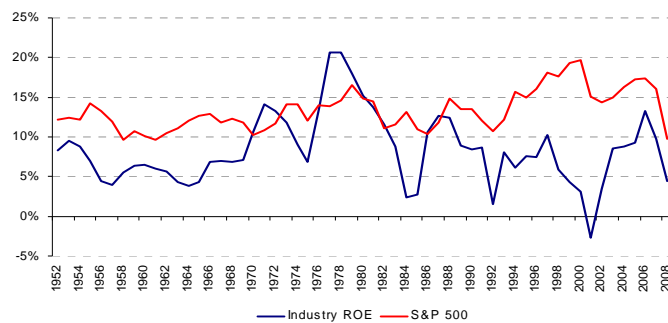
Enfin, nous maintenons notre position importante dans les compagnies d'assurance et tout particulièrement les compagnies de réassurance. Nous pensons que ce secteur est

Lettre trimestrielle Décembre 2009

sous-évalué pour un certain nombre de raisons. Tout d'abord, les sociétés ont été mal gérées au cours de la précédente bulle boursière : il y a dix ans, de nombreuses sociétés ne s'inquiétaient pas de perdre de l'argent dans leur métier d'assurance de base dans la mesure où cela leur permettait d'accéder au « flottant » (les primes d'assurance qui sont payées d'avance par leurs clients) et d'investir cet argent sur un marché boursier en plein essor. Lorsque le marché s'est écroulé en 2000, de nombreux assureurs ont failli déposer leur bilan et ont dû recourir à des grandes émissions d'actions dilutives.

En plus de ces jeux spéculatifs (qu'ils ont d'ailleurs évité de reproduire de manière générale depuis cette date) ils ont été relativement indisciplinés en matière de fixation de prix. Le montant de risque qu'une société peut assurer dépend de ses fonds propres. Après quelques bonnes années en termes de résultats, les sociétés ont vu leurs fonds propres augmenter car elles n'ont pas distribué leurs bénéfices. Mais la demande en assurance n'augmente pas beaucoup d'une année sur l'autre et les compagnies d'assurance ont donc habituellement baissé leurs prix pour « vendre » leur nouvelle capacité. Cette méthode se termine évidemment par des pertes qui viennent réduire les fonds propres, et, dès lors, la capacité qui est le moteur d'augmentation de prix des sociétés. Ceci constitue l'élément essentiel du « cycle d'assurance » qui n'a rien à voir avec le cycle économique. Ce manque de discipline se reflète dans le taux de rendement faible des capitaux propres que le secteur a toujours atteint, comme l'indique la figure 13 :

Figure 13 : Rendement des capitaux propres dans le secteur des assurances



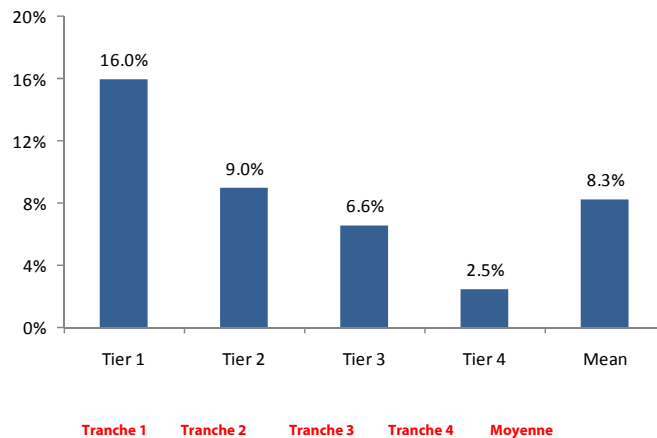
Outre ces « défaillances historiques », les investisseurs se trouvent face à un secteur qu'il est très difficile d'analyser. Dans la plupart des secteurs, les sociétés savent plus ou moins prévoir leurs bénéfices sur une courte période de temps : elles construisent quelque chose et le vendent et le bénéfice représente la différence entre le prix de vente et les coûts encourus. Il existe naturellement toutes sortes de conventions comptables pour estimer les coûts mais, pour la plus grande partie d'entre elles, les coûts ont déjà été engagés. Par contre, un assureur « vend » un contrat d'assurance et ne sait pas

Lettre trimestrielle Décembre 2009

combien il va devoir payer, le cas échéant. Le contrat peut se traduire par un bénéfice total ou se révéler non rentable et désastreux. Par conséquent, des hypothèses statistiques (actuarielles) doivent être établies en se basant sur les coûts futurs en tenant compte des expériences passées. Ces hypothèses peuvent être plus ou moins précises mais peuvent également générer des écarts au niveau des bénéfices déclarés par ces sociétés pour une année donnée et ce que seront réellement ces bénéfices lorsque tout sera liquidé plusieurs années après. Les investisseurs n'aiment pas ce genre d'incertitudes et baissent le prix d'achat qu'ils sont disposés à payer pour prendre une participation dans ces sociétés.

Mais tous ces problèmes représentent des opportunités pour les investisseurs « value ». Comme l'indique la figure 14 ci-dessous, le faible rendement des capitaux propres indiqué ci-dessus sur la figure 13 est une moyenne : certaines sociétés font mieux que d'autres.

**Figure 14 :** Rendement des capitaux propres du secteur P&C États-Unis. Données basées sur une moyenne prise sur la période 1997-2008



Nous avons travaillé pendant plus d'une année à peaufiner nos propres techniques analytiques que nous utilisons pour étudier nos sociétés. Nous pensons que nous avons une idée très nette des différents titres et que nous sommes en mesure d'investir l'argent de nos clients de manière rentable et sûre. Ces sociétés s'échangent à des multiples très faibles et un bon nombre d'entre elles versent un montant de dividendes excellent, comme l'indique le tableau 2.

**Table 2 :** Rendement en dividendes des compagnies d'assurances (sur 12 mois glissants)

Nom	Rendement en dividendes sur 12 mois
CATLIN GROUP LTD	7,7%
MUENCHENER RUECKVER AG-REG	5,1%
AMLIN PLC	4,9%

## Lettre trimestrielle Décembre 2009

BEAZLEY PLC	6,7%
ZURICH FINANCIAL SERVICES AG	4,9%
LANCASHIRE HOLDINGS LTD	17,2%
VALIDUS HOLDINGS LTD	3,0%
FLAGSTONE REINSURANCE HOLDING	1,5%
AXIS CAPITAL HOLDINGS LTD	2,9%

Un dernier élément d'analyse : les actions de ces sociétés sont relativement décorréliées du reste de notre portefeuille ce qui est très utile pour diversifier notre portefeuille.

Fin janvier, nous ferons des présentations publiques de notre analyse du secteur et de nos investissements à Genève et Zurich. Les investisseurs intéressés qui ne peuvent y assister peuvent demander sans hésitation les documents de présentation que nous utiliserons.

Naturellement, nous avons d'autres sociétés en portefeuille (les fonds Classic, Alpha et Stability comprennent désormais 70 sociétés), qui ne sont pas incluses ici. Elles permettent de nous diversifier davantage et nos positions vont des distributeurs d'acier (Kloeckner) aux fabricants de jeux électroniques (Nintendo), des opérateurs de trains et de bus (Firstgroup plc) aux fabricants de fibres textiles (Li Heng). À notre avis, elles répondent toutes à la double norme de rentabilité élevée et de prix bas. Globalement, le rendement prévu à long terme, pour notre portefeuille, basé sur les résultats attendus des sociétés est supérieur à 16 % par an.

### Perspectives d'avenir

Notre principe de base est que la réussite d'un investissement à long terme dépend beaucoup plus de la sélection des titres (« stock picking ») que d'essayer de deviner les retournements du marché. L'on peut évidemment pardonner à tout investisseur qui a été confronté à des retournements de marché au cours des deux dernières années s'il est convaincu que la chose importante est de prévoir précisément le meilleur moment pour être sur le marché (« market timing »). Après tout, qui n'aimerait avoir tout vendu en juin 2008 et revenir tout simplement en force en mars 2009 ? Les rendements auraient été époustouflants. Notre fonds Classic, par exemple, aurait une Valeur Liquidative par action de 800 € à l'heure actuelle au lieu de 228 €. Mais ceci n'est pas de l'investissement, c'est plutôt de la loterie (et cette dernière est encore plus rentable ... si l'on choisit le bon numéro). Investir consiste à placer ses fonds dans une bonne entreprise, à acheter à un prix raisonnable et à laisser l'activité se développer. Si l'entreprise est cotée en Bourse, son prix fluctuera énormément par périodes. Mais, au final, le prix d'une action reflète toujours sa valeur intrinsèque.

Nous pouvons maintenant faire le bilan de nos activités, comme nous avons l'habitude de le faire à chaque fin d'année. Un investisseur qui aurait placé son argent avec nous au moment où nous avons lancé

### Lettre trimestrielle Décembre 2009

notre fonds Classic il y a huit ans aurait plus que doublé sa mise de fonds en termes d'appréciation de la valeur de ses actions. En réalité, le résultat est meilleur car la valeur comptable a augmenté de 250 % par rapport à 130 % pour les actions, et le prix de l'action rattrapera son niveau un jour ou l'autre (il est déjà en train de le rattraper comme en atteste l'appréciation enregistrée cette année). En chiffres annualisés, les actions ont augmenté de 11 % depuis le lancement et ceci comprend la chute de 2008 qui n'est pas susceptible de se reproduire au cours des huit prochaines années. Si nous calculons la performance en dollars, devise dans laquelle la plupart des fonds sont comptabilisés, le tableau suivant fournit une comparaison; nous pensons qu'il souligne la pertinence de notre méthode à long terme.

**Tableau 3 : Comparaison (rendement total)**

Nom	Indexé en \$ US		Taux de croissance annualisé %
	Date de valeur 14.01.2002	Date de valeur 31.12.2009	
LTIF SIA CLASSIC USD	100	363	17,6
BERKSHIRE HATHAWAY 'A'	100	134	3,8
MSCI WORLD US - RENDEMENT TOTAL INDEXÉ	100	143	4,6
FRANK RUSSELL 1000 (FRC) – RENDEMENT TOTAL INDEXÉ	100	119	2,2
S&P 500 COMPOSITE – RENDEMENT TOTAL INDEXÉ	100	114	1,7
	Indexé en €		
LTIF SIA CLASSIC EUR	100	228	10,9
DJ EURO STOXX – RENDEMENT NET	100	111	1,3

Est-ce que les huit prochaines années nous donneront vraiment un taux de rendement supérieur à 15 % par an ? Nous n'en savons rien. Mais le rendement anticipé de nos actions indique fortement que nous devrions obtenir ce rendement. Il y aura naturellement des hauts et des bas mais cela ne compte pas vraiment pour un investisseur à long terme. En fait, comme nous l'avons expliqué à maintes reprises, la volatilité donne simplement des bons points d'entrée et de sortie sur le marché qui permettent aux investisseurs de savoir ce qu'ils font pour augmenter leur rendement anticipé. Dans la plupart des « classements » (Bloomberg, Morningstar), nos fonds figurent entre 5 % et 1 % des premiers fonds par rapport à des fonds comparables du monde entier lorsqu'ils sont évalués sur 1 ou 3 ans (il n'existe aucune autre statistique remontant plus loin). En fait, le Swiss Institute VZ Vermögenszentrum a publié récemment une analyse de tous les fonds enregistrés en Suisse, en tenant compte de l'appréciation du fonds mais aussi des risques et ont décidé que notre Fonds Stability était le meilleur de loin dans la catégorie « Global Equity ».

### Commentaires sur nos fonds

Le fonds Stability, en francs suisses, a enregistré une très bonne performance en 2009. Depuis le lancement, il est en hausse de 36 % et a pratiquement récupéré sa chute de 2008. En 2009, nous avons bénéficié de très bonnes opportunités sur le marché des obligations d'entreprises et perfectionné notre stratégie de couverture. Nous pensons sincèrement qu'une appréciation annuelle à un chiffre (élevé) ou à deux chiffres (faibles), avec très peu de volatilité, soit possible, malgré les retournements de marché des deux dernières années.

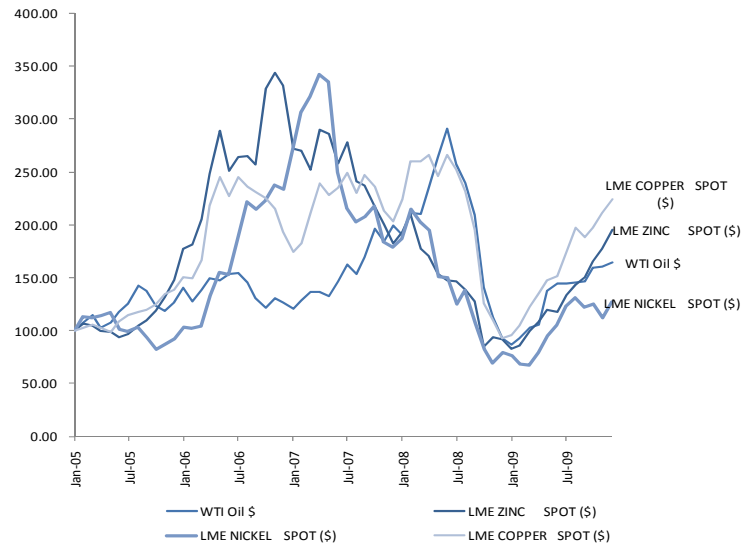
Nos fonds « Ressources » ont enregistré des résultats encore plus étonnants que nos fonds généralistes. Après l'effondrement total des cours en 2008, ils sont en hausse de plus de 110 % pour le fonds Energy et 250 % pour le fonds Mining en 2009. Ils constituent un exemple extrême de la réaction exagérée des marchés : la plupart de nos sociétés ont des rendements à peu près similaires) ceux que nous avons anticipés il y a deux ans. Dès lors, la plus grande partie de la chute des prix et de la reprise est, disons, injustifiée. L'élément intéressant est que les actions sont toujours bien en dessous de leur niveau de juin 2008, un niveau qui, selon nous (et c'est toujours notre sentiment) était justifié. Ceci signifie que, malgré l'appréciation considérable de 2009, il y a encore beaucoup de potentiel d'appréciation.

Mais, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, nous devons également être très sélectifs également dans ce domaine. Nous n'aimons pas du tout les discussions tournant autour des « matières premières » comme opportunités d'investissement en général sans qu'une distinction soit faite entre les différentes matières premières. L'appréciation du prix provient du déséquilibre en l'offre et la demande. Comme nous l'avons expliqué à maintes reprises, la croissance de la demande est relativement constante et similaire pour toutes les matières premières, car elle est étroitement liée à la croissance du PIB mondial, qui ne bouge pas tant que cela. Quant à l'offre, elle peut être très différente d'une matière première à une autre. Certaines matières premières sont disponibles en grandes quantités et il suffit d'une augmentation élevée de quelques quarts de points pour que l'offre réagisse fortement, ce qui a pour effet de faire baisser les prix à nouveau (dans certains cas encore plus bas qu'avant, si l'offre est devenue trop importante).

Mais d'autres matières sont très difficiles à produire. Nous avons discuté du pétrole à maintes reprises mais la situation est similaire (en fait pire) pour le cuivre ou le charbon cokéifiable. Par conséquent, les prix de toutes les matières premières ne vont pas se comporter de la même manière. Ils ne l'ont pas fait par le passé comme l'illustre la figure 15.

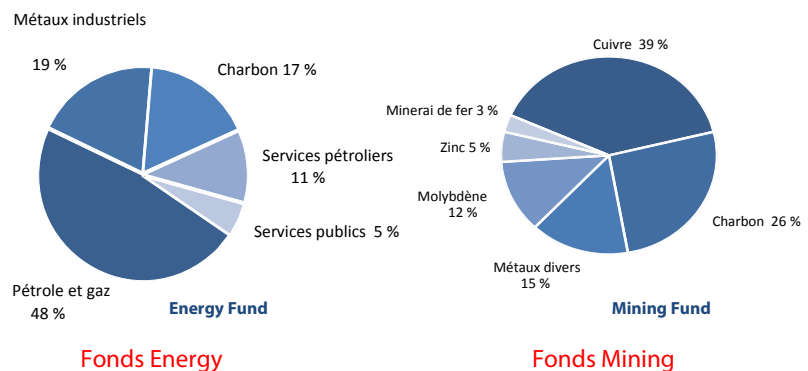
**Figure 15** : Prix spot (corrigé) 2005-2009 pour le cuivre, le nickel, le zinc et le pétrole

Lettre trimestrielle Décembre 2009



Mais il ne suffit pas de faire une distinction entre les matières premières. Le prix du pétrole peut augmenter mais, toutefois, investir dans des compagnies pétrolières peut s'avérer être une mauvaise idée : cela dépend vraiment du prix que l'on paie pour ces sociétés. Si le prix de l'action affecte déjà l'augmentation future du prix du pétrole et des bénéfices, un investissement dans cette action peut ne pas s'avérer particulièrement rentable. Et le contraire peut également être vrai. Par conséquent, outre une analyse approfondie de l'évolution future du prix des matières premières, il est nécessaire d'examiner la valeur de chaque société et de la comparer à son cours actuel. Le domaine des « ressources naturelles » est un domaine dans lequel des analyses approfondies ne sont pas souvent réalisées ; par conséquent, il est relativement facile de trouver des titres sous-valorisés et survalorisés. Et c'est la raison pour laquelle, en plus de toutes les raisons structurelles (croissance des marchés émergents, difficultés au niveau de l'offre, etc.) nous estimons que nous pouvons offrir une plus-value exceptionnelle à nos investisseurs. Jusqu'ici nos fonds ont surperformé leurs indices sous-jacents.

Figure 16 : Investissements par secteur dans le fonds Energy et le fonds Mining



Néanmoins, le paragraphe précédent a une conséquence indubitable : pour offrir la valeur que nous souhaitons à nos investisseurs, nous devons avoir un grand choix d'actions pour effectuer une sélection

### Lettre trimestrielle Décembre 2009

correcte. Dans le secteur de l'énergie, cela signifie des compagnies pétrolières, ou des producteurs de gaz ou de charbon, plus des services pétroliers. Ce choix n'est pas très étendu car la plupart des actions augmentent et baissent en même temps, ce qui génère une grande volatilité et réduit les options d'investissement. Pour atténuer un peu ce problème, nous avons inclus récemment des producteurs de cuivre dans notre fonds Global Energy Value : le cuivre est de toute évidence nécessaire pour la génération d'énergie et, ce qui est très important, il reste un grand potentiel d'appréciation dans ces actions, et elles permettent en outre de diversifier un peu notre portefeuille. Dans le fonds Global Value Mining, nous nous concentrons désormais principalement sur les producteurs de cuivre et de charbon – car nous voyons en ces sociétés des opportunités – mais, à nouveau, ce choix est plutôt limité. Nous avons donc pensé à fusionner les deux fonds en un fonds qui s'appellerait « Natural Resources Value Fund », ce qui nous offrirait une gamme de possibilités plus large dans lequel nous pourrions investir rentablement l'argent de nos clients tout en maintenant un certain degré de diversification.

L'impact de cette fusion serait faible pour nos investisseurs :

Pour les investisseurs du fonds Global Energy Value, le seul changement serait l'ajout au portefeuille de quelques positions dans des sociétés minières que nous ne détenons pas à l'heure actuelle : voir la figure 16 ci-dessus et les positions sur le nickel, le zinc, etc. gardez à l'esprit que leur pondération serait de 50 % de leur pondération actuelle dans le portefeuille des valeurs minières. Nous pensons que ce sont de très bonnes valeurs qui sont au moins aussi rentables que la moyenne du portefeuille Energy et cela permettrait de le diversifier un peu.

Les investisseurs du fonds Global Mining Value seraient concernés par deux types de changements : dans la composition du portefeuille et en termes juridiques.

S'agissant de la composition du portefeuille, la fusion impliquerait l'inclusion des producteurs de pétrole et de gaz dans le portefeuille en appliquant un pourcentage qui optimiserait son rapport rendement/volatilité. Nous pensons que nous obtiendrions un gain net.

Du point de vue juridique, le fonds fusionné conserverait les caractéristiques actuelles du fonds Energy, ce qui signifie des commissions moindres (1,5 % de commission de gestion et 15 % de commission de performance par rapport à 2 % de commission de gestion et 20 % de commission de performance) et un High Water Mark supérieur à celui du fonds Mining. Ceci signifie tout simplement que les investisseurs dans le fonds Mining ne paieraient pas de commissions de performance une fois que les deux fonds auront été fusionnés depuis quelque temps puisque nous prendrions le High Water Mark du fonds Energy.



**Lettre trimestrielle Décembre 2009**

Un autre avantage du fonds Mining est que le fonds Energy constitue un fonds Luxembourgeois relevant de la « Section I », ce qui signifie qu'il est enregistré en vue d'une distribution dans un certain nombre de pays (actuellement, en Suisse, en Espagne, en Italie, en France, en Allemagne, en Autriche et bientôt au Royaume-Uni); aucun investissement minimum n'est imposé - et il a une liquidité quotidienne.

Nous annoncerons officiellement ce plan dans quelques semaines mais nous apprécierions tous commentaires que des investisseurs actuels (ou potentiels) souhaiteraient apporter. La seule motivation de cette fusion est d'offrir à nos investisseurs une meilleure rentabilité et une volatilité moindre à l'avenir, car la fusion nous permettra d'investir dans une gamme d'actifs plus large.

**Dernières nouvelles de SIA**

Au début de l'année, Cristian Busquets de notre bureau de Barcelone sera affecté à Singapour pour renforcer l'équipe qui se trouve déjà sur place. Notre plan est de commencer progressivement à embaucher des analystes locaux mais nous souhaitons augmenter immédiatement notre capacité d'analyse financière et imprégner suffisamment ce bureau de la « Culture SIA » de manière que les nouvelles recrues puissent adopter facilement notre méthode spécifique en matière d'analyse financière.

Nous souhaitons signaler un autre petit élément d'ordre administratif: à la fin de ce trimestre, les investisseurs du Royaume-Uni seront autorisés à investir dans nos fonds qui sont en cours d'enregistrement dans ce pays et qui sont également cotés actuellement en livres britanniques.

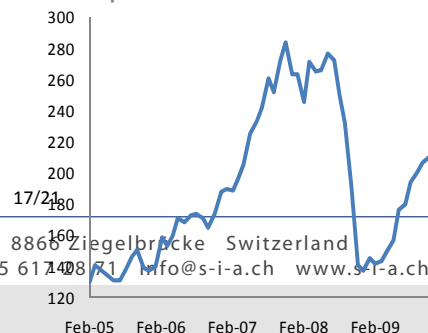
**Chiffres des catégories d'actifs en \$ US**

Tableau 4 : Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en \$ US

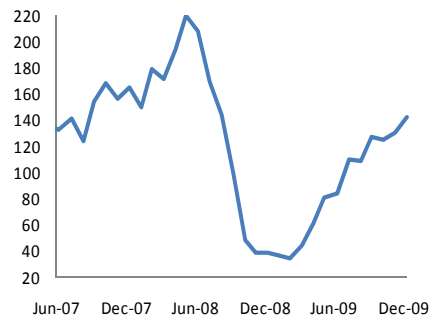
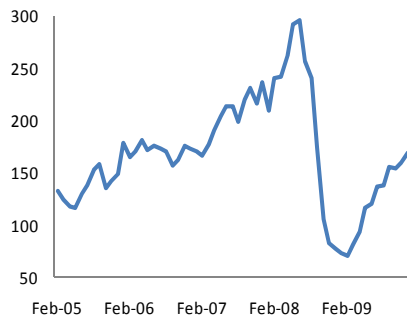
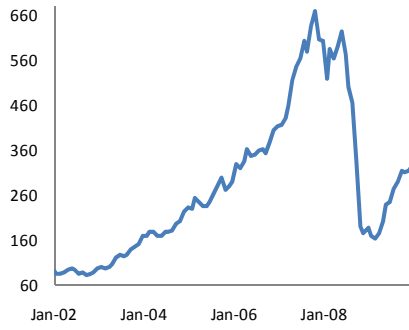
Décembre 2009	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	ASG (en millions)
LTIF Classic [USD]	326,72	74,29%	74,29%	17,58%	860,78
LTIF Alpha [USD]	207,95	43,52%	43,52%	9,97%	152,30
LTIF Global Energy Value [USD]	168,55	117,15%	117,15%	5,07%	68,70
Global Mining Value Fund [USD]	141,81	264,35%	264,35%	2,22%	67,10
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	3 818,86	30,79%	30,79%		

Figure 17  
LTIF - Classic USD

Figure 18  
LTIF - Alpha USD



Lettre trimestrielle Décembre 2009



## Chiffres des catégories d'actifs en CHF

Tableau 5 : Valeur liquidative – Actifs net sous gestion en CHF

Décembre 2009	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	ASG (en millions)
LTIF Classic [CHF]	337,75	69,28%	69,28%	10,86%	889,83
LTIF Alpha [CHF]	214,97	39,39%	39,39%	6,89%	157,44
LTIF Global Energy Value [CHF]	174,24	110,91%	110,91%	2,52%	71,02
Global Mining Value Fund [CHF]	146,60	253,88%	253,88%	-4,75%	69,37
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	3 947,62	27,03%	27,03%		

Figure 21  
LTIF – Classic CHF

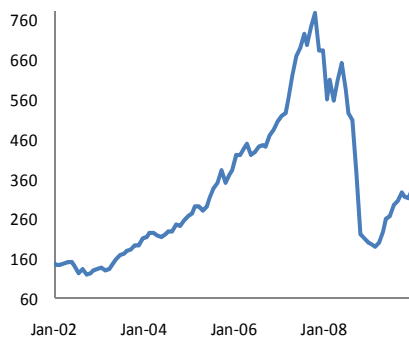


Figure 22  
LTIF – Alpha CHF

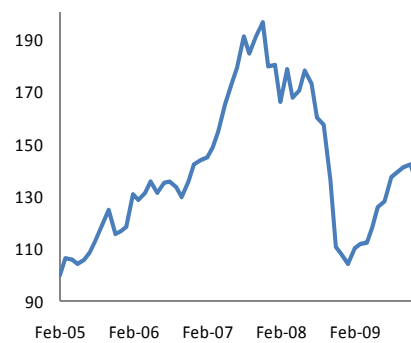


Figure 23  
LTIF – Global Energy Value CHF

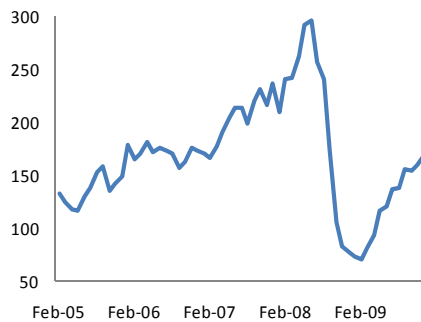
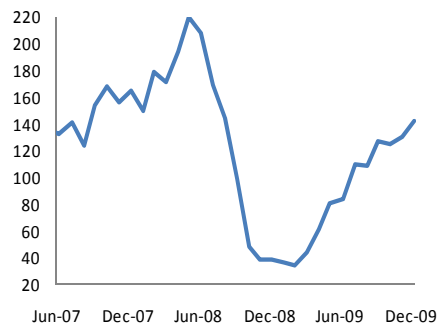


Figure 24  
Global Mining Value Fund CHF



## 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 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 – 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 – Global Energy Value EUR**

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

**LTIF – Global Energy Value USD**

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

**LTIF – Global Energy Value CHF**

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

Le fonds Global Mining Value est un fonds d'investissement à compartiments multiples constitué sous la forme d'une "société anonyme").

**GMVF-Global Mining Value EUR**

ISIN : LU0305469388  
Telekurs : 3'183'766  
Bloomberg : GMVFEUR LX

**GMVF-Global Mining Value USD**

ISIN : LU0305469545  
Telekurs : 3'183'768  
Bloomberg : GMVFUSD LX

**GMVF-Global Mining Value CHF**

ISIN : LU0305470048  
Telekurs : 3'183'771  
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 : 2'638'920  
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

