



Paris, le 18 janvier 2012

Chers Investisseurs,

En ce début d'année 2012, je souhaite tout d'abord vous exprimer mes vœux les plus chaleureux pour vous mêmes et ceux qui vous sont chers. Que cette nouvelle année réponde généreusement à vos attentes personnelles et professionnelles.

Et bien évidemment, nous souhaitons tous des marchés financiers assagis. Mais au-delà de ces vœux traditionnels de début d'année, vous attendez de notre gestion qu'elle soit performante mais surtout peu risquée car c'est avant tout l'objectif d'une gestion patrimoniale. C'est sur cet objectif que vous avez fondé votre choix d'investissement.

Or notre gestion en 2011 a déçu avec une performance de - 12.3 %. Sur les 8 ans de track record de notre fonds Convictions Premium, cette année a été la plus difficile (2008 avait été une année finalement sereine pour notre gestion). Malgré cela et grâce à votre confiance, nos encours ont progressé de 37 millions d'euros hors effet marché.

Nous vous avons informés de l'évolution de nos positions par nos reportings. De même, à quatre reprises, dans les moments les plus sensibles, nous vous avons adressé des lettres au long de cette année (22/07, 05/08, 12/09 et 29/11).

L'année 2011 est maintenant terminée, le temps de l'analyse et des enseignements est venu.

Sans revenir sur chaque évènement et plus particulièrement sur ceux du second semestre : de l'incident de Fukushima le 11 mars aux différents sommets politiques européens et des G20, nous conviendrons qu'elle a été particulièrement riche en évènements, en rumeurs et en surprises. Les changements radicaux et brutaux lorsque ce n'était pas l'indécision des décideurs politiques européens ont pris nos gérants à contrepied.

Notre Process a été mis à mal car pénalisé par la concomitance de l'excès de volatilité et la contraction de la liquidité sur certaines classes d'actifs.

Ainsi, la performance du fonds Convictions Premium a été principalement impactée par nos positions sur les TSDI bancaires (-3.8%) et par les reprises haussières des marchés d'actions (-5%).

Alors que notre analyse macro-économique à fin juillet avait été pertinente, nous avons conservé des positions importantes (17%) sur des obligations Tier One émises par des banques européennes de grande qualité (BNP, SG, Santander, Crédit Mutuel, Crédit Agricole etc.) et des TSDI émis par des

compagnies d'assurance, ces titres présentant un niveau de rendement élevé et devant bénéficier du renforcement des changements de réglementation bancaire et de l'augmentation des fonds propres des banques. Les déceptions du sommet sur la Grèce du 21 juillet ont engendré un stress sur les marchés d'actions et de dettes (souveraines et bancaires) à un niveau extrêmement élevé. Les changements brutaux des corrélations ont rendu toute couverture inefficace, pire ils nous ont fait sur-accumuler du risque ! Nous aurions dû céder ces positions dès juillet ainsi que notre scénario macroéconomique nous le suggérait. Ce fut une erreur, la crise de liquidité qui s'en est suivie nous a empêchés de les vendre, la performance du fonds en a été fortement affectée. La crise de 2011 a été une crise de liquidité qui a entraîné une dislocation des marchés : au lieu d'assister à une re-corrélation globale des marchés, les classes d'actifs se sont anti-corrélées empêchant toute couverture. Événement très rare qui s'est de plus révélé durable et que nous n'avions pas anticipé, mais que nous saurons désormais reconnaître et affronter.

De cela, nous tirons les enseignements suivants : d'une part la nécessité d'analyser en profondeur l'évolution des écarts de spread (écart entre le prix à l'achat et le prix à la vente) qui est un indicateur pertinent pour les titres dont la liquidité peut être restreinte compte tenu des gisements. En cas de stress de marchés, le portage n'a pas de sens. Nous aurions alors soldé la position dans de meilleures conditions car plus tôt. D'autre part, le poids de titres obligataires potentiellement peu liquides mais surtout ne pouvant pas faire l'objet d'une couverture efficace doit être limité.

Les actions sont la seconde classe d'actifs qui a impacté significativement la performance du fonds. Sur les positions actions, nous avons eu un début d'année en fanfare, mais avec la succession des événements (Fukushima, révision à la baisse du PIB américain, incertitudes sur l'Europe etc ) nous avons maintenu des positions limitées (entre 0 et 24%). L'évolution de cette allocation a été déterminée par notre analyse macroéconomique et nos budgets de risque. Notre processus de gestion et particulièrement de gestion des risques comprend l'utilisation des stop loss sur les positions actions. Or, comme mentionné plus haut, la volatilité des marchés d'actions a connu un niveau très élevé (VStoxx à 60% le 9 août), nos stop ont été touchés et donc exercés. Dès lors, pour notre équipe de gestion se posait la question du timing pour entrer à nouveau des positions actions dans le portefeuille. Mais la volatilité intraday du marché (8.9% le 17 août) a eu comme conséquence qu'une position à peine entrée était stoppée et les pertes se sont accumulées.

Sur ce point, notre conclusion est la suivante : face à des volatilités des marchés d'actions supérieures à 30%, il n'est pas possible dans le cadre de notre processus de gestion d'investir stratégiquement sur les actions. Ainsi si nous sommes amenés à couper des positions actions, elles ne peuvent être ré-initiées qu'à partir du moment où d'une part le scénario macro-économique le justifie et que d'autre part le niveau de la volatilité le permet. Les rumeurs ne sont pas anticipables mais certaines situations, comme une grande volatilité, les favorisent.

Notre gestion repose sur l'analyse de scénarios économiques puis sur une approche prudente et progressive dans la mise en place du portefeuille. Toutes opérations de « trading » ou de « moyenne à la baisse » sont antinomiques à notre process.

Enfin, le processus de couverture des risques extrêmes (CARE) que nous avons systématiquement en portefeuille vise à réduire la perte instantanée en cas de chocs de marchés. 2011 a été une année très difficile sur le plan de la volatilité, de la discontinuité des trends de marchés, et de l'évolution des corrélations. Cette méthodologie doit amortir des chocs de marchés du type « Lehman, LTCM ou

attentat du 11 septembre etc » au cours desquels le marché recule violemment de 15 à 20%, voire plus. Cela n'a pas été le cas, fort heureusement en 2011, puisque le recul le plus fort a été de -6.12% (le 10 août).

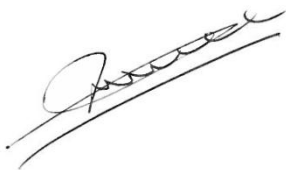
Pour l'année qui commence, notre analyse de la situation économique et politique nous amène à être optimistes. La situation en Europe semble être en voie d'amélioration malgré une croissance légèrement négative que la baisse de l'euro compensera partiellement. La BCE par ses interventions et sa politique accommodante couplée avec les ressources du FMI et du MES permettra de faire émerger une situation plus favorable pour l'Italie et l'Espagne. Le sort de la Grèce, en mort clinique économiquement devrait être finalisé avant mars, date butoir pour la mise en place de son refinancement. Les taux européens sont amenés à baisser, ce qui rendra l'investissement obligataire performant. Du côté des Etats-Unis, les nouvelles macro-économiques sont meilleures qu'anticipées, et particulièrement dans le secteur immobilier, la FED continue d'avoir un rôle actif et efficace dans son soutien à l'économie US. Enfin, en Chine, l'inflation nous semble maîtrisée. Par conséquent nous pensons que la croissance mondiale pourrait être de l'ordre de 3% en 2012.

C'est pourquoi nous privilégions pour ce début d'année, une exposition stratégique à hauteur de 80% sur les obligations et de 20% sur les actions. Si la situation européenne influence fortement les marchés financiers mondiaux, notre horizon d'investissement accorde une part significative à l'international (hors Europe). Ainsi, les actions US représentent 50% de l'allocation actions. Pour ce qui concerne la partie obligataire du portefeuille, nous privilégions le High Yield US pour 7.5%, la dette souveraine émergente (Pologne, Indonésie Philippines, Russie) pour 7%. Enfin nous considérons que les devises sont une source de diversification importante avec des positions longues sur le dollar (17%), le yuan (7%) et les devises asiatiques (Corée, Singapour, Malaisie) pour 6%.

En ce début d'année nous avons un portefeuille diversifié pour rechercher de la performance, avec un taux de rendement pour la partie obligataire supérieur à 5% à ce jour et un potentiel de valorisation lié aux perspectives de baisse des taux européens et à la bonne tenue des marchés d'actions.

Nous avons pris en compte l'expérience de 2011, notre équipe de gestion est mobilisée pour profiter des opportunités et éviter les pièges que les marchés nous réserveront en 2012. Nous restons à votre disposition pour toute précision que vous souhaiteriez recueillir. Nous avons analysé les deux problèmes que nous avons rencontrés (liquidité et volatilité). Notre process de gestion a été modifié, nous saurons désormais les reconnaître et y faire face. Forte de son expérience, toute l'équipe est motivée pour atteindre les objectifs du fonds.

Nous vous remercions de votre confiance et vous prions d'agréer l'expression de nos salutations distinguées.



Philippe Delienne  
Président