

### Elections en 2012 – quel impact sur les marchés ?



Le retour au calme que nous observons depuis quelques semaines est-il durable ? La crise que nous traversons, en grande partie politique, ne sera-telle pas exacerbée par les multiples élections à venir en 2012 (Etats-Unis, Allemagne, France, etc.) ?

Le besoin de souffler après un été si violent nous laisse penser qu'un répit de quelques mois est probable, d'autant que nous constatons chaque jour que les dégradations répétées des agences de notations n'ont presque plus d'impact sur les marchés – signe que les investisseurs les ont déjà prises en compte. Les fondamentaux des entreprises restent bons, ce qui est positif pour le cours des actions à long terme.

Cependant, les vociférations des campagnes électorales à venir, avec leurs lots de promesses, elles-mêmes génératrices de déficits budgétaires, demeurent devant nous. Les candidats résisteront-ils à la tentation des propositions faciles ? Trouvera-t-on des propositions crédibles à la fois sur la remise en ordre des finances publiques et sur la relance de l'activité ? Ces points seront à suivre avec précaution au printemps 2012.

Il conviendra alors d'être très vigilants – et potentiellement de se repositionner sur des valeurs refuges.

### Editorial

#### Et si le pire n'était pas certain?

Les marchés ont perdu patience cet été, alarmés par l'aggravation de la crise des dettes publiques. Le coup de semonce a été mondial, avec l'exacerbation de la situation grecque, la contagion aux autres pays sensibles en Europe, comme l'Italie ou l'Espagne, et la perte du AAA américain.

Plus grave encore, de nombreux prévisionnistes ont significativement revu à la baisse leurs estimations de croissance économique, instaurant un sentiment de prudence important chez les chefs d'entreprises en Europe. Il faut maintenant espérer que nos politiques sauront restaurer cette confiance avant que l'économie réelle ne soit touchée.

Pourtant, la situation de nos vieux pays n'a pas radicalement changé ces derniers mois : les taux de croissances restent faibles, et le mauvais état des finances publiques interdit toute relance musclée de la part des gouvernements. Le scénario d'une croissance molle reste donc privilégié. Notre stratégie est donc le stock-picking focalisé sur des sociétés dont le développement ne repose pas uniquement sur la croissance mondiale.

#### Quel est le scénario le plus probable pour les prochains mois et prochaines années ?

D'un point de vue macro-économique d'abord, il faut se rappeler que les finances publiques « consolidées » de la zone euro sont dans un bien meilleur état que celles des Etats-Unis ou du Japon. Nous vivons donc aujourd'hui **une crise très majoritairement politique** : l'incapacité des gouvernements européens à parler d'une même voix n'est en effet pas compatible avec une politique monétaire commune, menée par la BCE. Sans rentrer dans la polémique des bienfaits ou méfaits de la monnaie commune en Europe, c'est bien un travail d'harmonisation politique et fiscale qu'il faut entreprendre, avec un effort durable de réduction du niveau d'endettement. Cette tâche est certes laborieuse à mettre en place, mais les craintes d'éclatement de la zone nous paraissent aujourd'hui très largement exagérées. Une progressive normalisation de la situation devrait soutenir les marchés boursiers d'ici la fin de l'année. Historiquement, les crises politiques ont très souvent été d'excellents points d'entrée en bourse, contrairement aux crises économiques, qui elles peuvent durer...

Gardons en tête que l'investissement dans une entreprise doit se faire sur **l'estimation de sa capacité future à générer des bénéfices** – si les politiques économiques menées par un gouvernement peuvent impacter cette capacité, il existe bien évidemment de nombreux autres critères à analyser, lesquels restent pour le moment très positifs (innovation, carnet de commande, etc.). Nos discussions récentes avec des chefs d'entreprises de taille moyenne montrent un excellent maintien des niveaux d'activité jusqu'à présent – seuls les discours sont prudents...

Cette crise de la dette est toutefois dangereuse : elle impacte significativement le monde bancaire, sur lequel repose le financement de l'économie réelle. Un arrêt brutal de ce financement marquerait une chute sans précédent de l'activité mondiale. Le scénario d'un effondrement du système bancaire est-il possible? **Nous sommes convaincus que « la fin du monde » n'est pas proche**, et donc que les bénéfices des entreprises ne sont pas près de s'écrouler. C'est pourquoi nous avons commencé à revenir franchement sur des titres qui, hors scénario de forte récession, sont très largement sous-valorisés : Faurecia, CGG Veritas, Wendel, Arkema par exemple...

Que penser des banques ? Si l'effondrement du système est peu probable, la visibilité de ce secteur est aujourd'hui très limitée : démantèlement de Dexia, pertes liées à la Grèce, voire à d'autres pays, etc. De nombreux facteurs expliquent encore les valorisations ridicules de ce secteur (4 fois les bénéfices normalisés). Il faudra néanmoins savoir revenir en force sur les banques et les assurances, une fois la confiance revenue.

Pierre Willot, co-fondateur  
le 10 Octobre 2011

## Quels critères retenir pour investir dans une entreprise ?

Ces propos concernent surtout les petites et moyennes entreprises, sachant que les grosses sociétés ou les holdings regroupant de nombreuses filiales de secteurs hétérogènes sont souvent difficiles à estimer : les ratios de valorisation diffèrent selon les secteurs et on ne sait plus toujours très bien ce que l'on achète...

### 1° critère : le patron de l'entreprise.

« Il n'est de richesses que d'hommes » disait déjà Jean Bodin au 16<sup>ème</sup> siècle. C'est sur le patron que repose l'avenir, la croissance, les emplois de l'entreprise. C'est sur lui que l'actionnaire va miser et se faire une intime conviction avant d'investir.

### 2° critère : le créneau porteur.

Là encore, le bon sens nous indique qu'une très belle société, si elle est sur un secteur en perte de vitesse, subira la descente de son secteur, même si elle est bien gérée.

### 3° critère : la marge.

L'expérience nous a prouvé à maintes reprises qu'une entreprise qui produit de gros volumes avec une faible marge bénéficiaire peut bien vivre dans une période faste, mais avec une grande fragilité. Il suffit, en effet, qu'un seul paramètre change – comme son approvisionnement en matières premières –, pour qu'elle se retrouve à produire de gros volumes avec une marge négative. C'est le moyen le plus rapide pour aller à la faillite.

### 4° critère : la visibilité.

Le carnet de commandes, s'étendant quelquefois sur plusieurs années, l'analyse sérieuse de la concurrence, l'étude de la tendance des matières premières et des facteurs monétaires sont autant de critères pour se conforter et se sécuriser dans les choix d'investissement que l'on fait.

### 5° critère : le prix.

Il faut avoir le même souci que la ménagère qui compose son panier au marché. Même si une entreprise est splendide, ne pas la surpayer. Il vaut mieux la laisser monter sans nous que de la voir se retourner avec nous. A l'inverse, il existe de nombreuses sociétés ou des secteurs décotés pour des raisons conjoncturelles (et non structurelles). Il faut savoir en profiter.

### 6° critère : la compréhension du produit.

Il arrive que la haute technologie informatique, par exemple, soit incompréhensible pour le non-initié que nous sommes. Se garder d'acheter et pouvoir toujours expliquer les raisons de son achat, afin de pouvoir sortir à temps si ces raisons sont infirmées.



Rémy Bert

Associé Gérant

## Principales mesures de la loi de finance 2012 pour les particuliers

Une fois n'est pas coutume (!), la fiscalité des revenus du patrimoine s'alourdit en 2012. Le gouvernement a poursuivi sa politique de réduction des déficits, en faisant adopter par le parlement les novations suivantes pour 2012 :



**Investissement immobilier** : l'exonération totale d'impôt sur les plus-values, hors résidence principale, ne devient possible qu'après 30 ans de détention du bien. Un barème progressif d'exonération est mis en place à partir de la 5<sup>ème</sup> année. Des niches fiscales (Malraux, Scellier, etc.) sont réduites.

**Assurance-vie** : le taux de prélèvement forfaitaire lors du décès de l'assuré est fixé à 25% pour la fraction de la part taxable supérieure à 902.838 euros, par bénéficiaire et par assuré.

**Donation / Partage** : les réductions de droits de donation en fonction de l'âge du donateur sont supprimées. Le délai fiscal des donations antérieures passe de 6 à 10 années. Par ailleurs, le droit de partage passe de 1.1% à 2.5%.

**Prélèvements sociaux sur les revenus du capital** : augmentation de 12.3% à 13.5%.

**ISF** : seule diminution notable, le barème de l'ISF est simplifié : 0.25% si votre patrimoine dépasse €1.3m, 0.50% pour les patrimoine en excès de €3m. Ce taux est applicable dès le 1<sup>er</sup> euro.

## « MONTAIGNE CAPITAL CONVICTIONS FRANCE »

Fonds Commun de placement (« FCP ») - FR0010946632

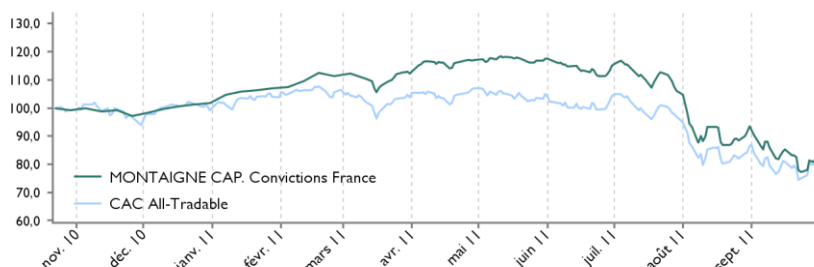
### Orientation de gestion

Montaigne Capital Convictions France investit dans des actions d'entreprises européennes, et notamment françaises. Il sélectionne les sociétés qui présentent les meilleures perspectives de croissance ainsi que les sociétés dites "en retournement", souvent injustement délaissées des investisseurs.

Le FCP pourra intervenir sur les titres de sociétés de toutes tailles, dont les petites et moyennes valeurs qui présentent souvent de nombreuses opportunités de placement.

Le style de gestion est discrétionnaire, sur la base des caractéristiques intrinsèques des sociétés, et ne tient pas compte de la composition de l'indice de référence (CAC All-Tradable) qui ne sert que d'étalon de comparaison a posteriori.

### Evolution de la performance



Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.  
L'indice de comparaison (indicatif) ne prend pas en compte le réinvestissement des dividendes.

### Société de gestion

#### Montaigne Capital

**Conservateur :** RBC Dexia

**Valorisation :** Quotidienne

**Frais de gestion :** 1.98%

**Droits d'entrée / sortie :** 2% / néant

**Conditions souscription et rachat :** tous les jours  
12h sur VL inconnue

**Publication des cours :** Bloomberg, Boursorama,  
www.montaigne-capital.com.

**Risque :** élevé

**Durée de placement rec. :** supérieure à 5 ans

**Equipe de gestion :**



Rémy Bert



Pierre Willot

### VL au 30 sept. 2011

Valeur Liquidative (VL)	119,9 €
Actif Net	6 689 123 €

### Composition

Liquidités	6,5%
STORE ELECTRONIC	3,8%
ALCATEL-LUCENT	3,6%
WENDEL	3,6%
JACQUET METAL SCE	3,6%
TESSI SA	3,4%
SAFT GROUPE SA	3,3%
AUSY	3,2%
BIOALLIANCE PHAR	3,2%
DEXIA SA	3,1%

Note : 10 premières lignes uniquement

### Mouvements (principaux)

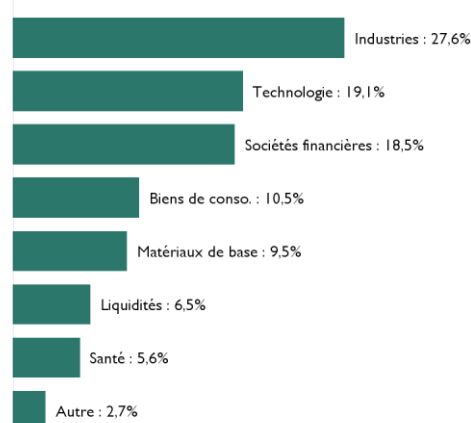
Achat	Ventes
SEQUANA	PETROPAVLOVSK
JACQUET METAL SCE	INGENICO
HAULOTTE GROUP	VEECO INSTRUMENT
WENDEL	MEDICREA INTERNA

### Performance

	1 mois	2011 YTD	création
MC Convictions Fr.	-14,5%	-21,5%	-20,1%
CAC All-Tradable	-8,6%	-20,2%	-20,9%
Bêta*	0,84	0,80	0,76

Note: le Bêta mesure la sensibilité du fonds par rapport à l'indice de comparaison.

### Répartition sectorielle



### Commentaire du gérant

Les marchés financiers ont continué leur glissade sur la première partie du mois. Le 22 septembre, le CAC All-tradable clôturait à son plus bas niveau depuis avril 2009. Les valeurs cycliques et financières ont été une nouvelle fois les plus touchées par cette vague de baisse.

Ayant entamé au mois d'août un mouvement de repositionnement du fonds vers des valeurs industrielles très réactives, la performance a été particulièrement affectée ces dernières semaines. Au niveau des valeurs, le secteur des LED (Aixtron et Veeco) a été fortement attaqué après l'annonce de reports de commandes en Chine. A l'inverse, nos positions défensives sur les secteurs de l'or (Petropavlovsk) et sur certaines sociétés comme Ingénico ont freiné la baisse du fonds.

Nous estimons toujours qu'une reprise significative du marché est probable d'ici la fin de l'année, en raison de la solidité des résultats des entreprises. Nous avons donc poursuivi notre repositionnement sur de belles valeurs qui sauront capter ce mouvement de rebond. En particulier, nous avons allégé nos positions les plus défensives pour nous renforcer sur des valeurs très cycliques comme Jacquet Metal, Sequana, Haulotte et Wendel.

## « MONTAIGNE CAPITAL ZONES DE CROISSANCE »

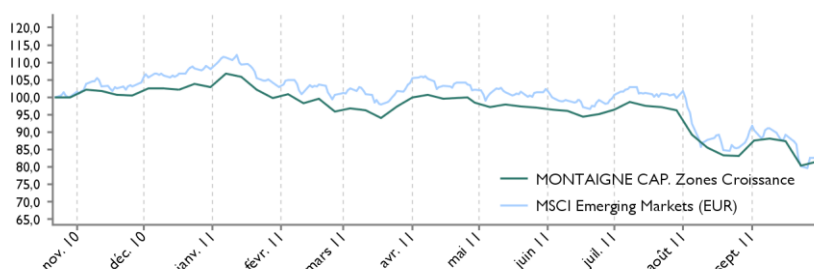
Fonds Commun de placement (« FCP ») - FR0010947119

### Orientation de gestion

Montaigne Capital Zones de Croissance a pour objectif d'être exposé à la croissance des pays du monde les plus dynamiques. Il investit sur les marchés actions des pays sélectionnés à travers un panel d'OPCVM choisis en fonction de leurs performances sur la zone géographique désirée.

Les principaux critères d'investissement pour chaque pays sont le taux de croissance attendu ainsi que le niveau de valorisation des marchés actions locaux. Ainsi, le FCP pourra être entièrement exposé aux marchés émergents ou au contraire uniquement aux marchés développés, selon les anticipations de croissance et les niveaux de valorisation des zones géographiques respectives.

### Evolution de la performance



Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.  
L'indice de comparaison (indicatif) ne prend pas en compte le réinvestissement des dividendes.

### Société de gestion

**Montaigne Capital**

**Conservateur :** RBC Dexia

**Valorisation :** Hebdomadaire

**Frais de gestion :** 1.49%

**Droits d'entrée / sortie :** 2% / néant

**Conditions souscription et rachat :** tous les vendredis 12h sur VL inconnue

**Publication des cours :** Bloomberg, Boursorama, [www.montaigne-capital.com](http://www.montaigne-capital.com).

**Risque :** élevé

**Durée de placement rec. :** supérieure à 5 ans

**Equipe de gestion :**



Henri de Chillaz



Pierre Willot

### VL au 30 sept. 2011

Valeur Liquidative (VL)	122,38 €
Actif Net	3 735 681 €

### Composition

HSBC GIF Indian (C)	12,2%
INVECO KOREAN EQ C	9,4%
SISF TAIW Equity A	8,7%
THREAD CHINA IA\$	8,3%
AMUNDI BRAZIL CC	7,3%
FF CHINA A	7,0%
MEESCHAERT AFRIQUE AC	7,0%
Stelphia Convergence Actions	6,9%
PREVOIR REN. Vietnam	6,8%
FF MALAYSIA (A)	6,1%

Note : 10 premières lignes uniquement

### Mouvements (principaux)

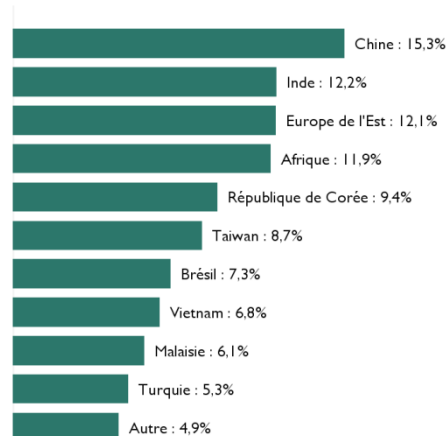
Achat	Ventes
Taiwan	Australie
Malaisie	Vietnam
Inde	

### Performance

	1 mois	2011 YTD	création
MC Zones de Crois.	-6,8%	-20,7%	-18,4%
MSCI EM (EUR)	-8,8%	-23,5%	-16,9%
Bêta*	0,75	0,78	0,76

Note: le Bêta mesure la sensibilité du fonds par rapport à l'indice de comparaison.

### Répartition géographique



### Commentaire du gérant

A l'image des principaux indices boursiers mondiaux, les marchés émergents dans leur globalité ont affiché des performances fortement négatives sur le mois de septembre. Mais les écarts entre les pays sont importants : si la Chine, le Brésil et la Russie perdent chacun plus de 10% certains pays tirent leur épingle du jeu : l'Inde et le Vietnam finissent le mois légèrement positifs, et la Turquie rebondit de 9%.

Dans ce contexte, le fonds perd environ 6.8% sur le mois, mais surperforme le MSCI Emerging Markets de 2%, principalement en raison de notre surexposition au Vietnam et à la Turquie.

Nous pensons que le mouvement de correction entamé au début du mois de juillet a connu un point d'inflexion au milieu du mois de septembre, et nous avons repositionné le portefeuille sur les pays les plus sensibles à la conjoncture économique, dont les bourses avaient fortement baissé. En particulier, nous avons réduit notre exposition au Vietnam et à l'Australie et nous nous sommes renforcés sur Taiwan, la Malaisie et l'Inde.