



Genève le 04 10 2011

RAPPORT DE GESTION AU 30 09 2011

Principaux faits et tendance depuis le 30 06 2011

- Dès Janvier, nous annonçons un ralentissement contrairement au consensus. Maintenant le consensus admet un ralentissement.
- Cependant, nos indicateurs montrent que la gestion catastrophique par les politiques aux USA et en Europe de la crise de la dette a provoqué un choc de confiance sur les entreprises et les consommateurs. Il en résulte un basculement dans une récession.
- Les entreprises réagissent déjà fortement afin de réduire leurs coûts et minimiser la réduction de leurs bénéfices.

Fondamentalement :

- Comme nous le répétons depuis 2 ans, le système financier n'est pas stabilisé.
- En Europe, nous confirmons notre conviction que la Grèce, le Portugal et l'Irlande feront défaut sur leur dette. La probabilité pour que ces pays abandonnent l'Euro est élevée.
- Dans notre stratégie de gestion nous :
 - Restons farouchement à l'écart des placements opaques.
 - Continuons à choisir avec une extrême sévérité nos banques dépositaires.

Ceci afin d'assurer à nos clients **transparence, sécurité, et performance.**



STRATEGIE AU T3 2011

Marché action - nous avons :

- Conservé une stratégie très prudente car, suite aux ventes du T2, le nombre de position est resté très faible.
- Continué à mettre en œuvre notre stratégie de niche sur les situations spéciales dans une optique moyen terme.

Marché obligation - nous avons :

- Continué à mettre en œuvre notre stratégie de niche sur les obligations d'entreprises grandes et moyennes ciblées sur les obligations à haut rendement.
- Cependant, les obligations d'entreprises ont subi une forte baisse sous l'effet d'un flux vendeur sans corrélation avec les fondamentaux.



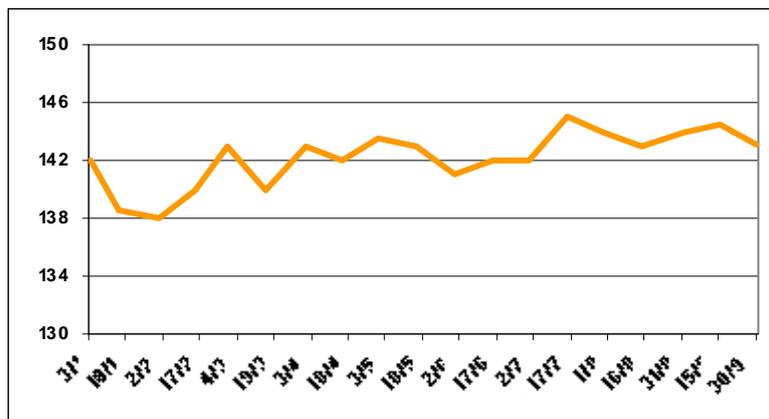
PERFORMANCE AU 30 09 2011

Notre gestion, surperforme les marchés

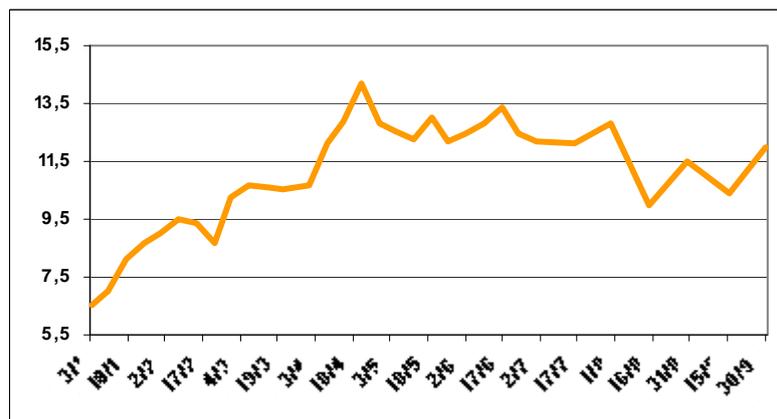
Portefeuilles 100% Obligations	Portefeuilles 50% Obligations
↓ - 5.4%	↓ - 10.3%
Indice obligation € : ↓ - 8.8%	Eurostock 50 : ↓ - 22.7%

Nos meilleures performances au 30 09 2011 dividendes compris

Obligation : TP CIC ↗ + 4.5%



Action : AFONE ↗ + 88%





PERSPECTIVES

Macro économie

Nous considérons que nous sommes déjà entrés en récession. Nous ne pouvons savoir si cette récession sera courte (6 mois) ou longue (3 à 5 ans).

Fondamentalement :

Depuis 40 ans par la dérégulation :

- L'industrie de la finance s'est hypertrophiée.
- Une gigantesque bulle de dette a été créée par les états et les particuliers.

Nous entrons dans une nouvelle période où :

- La bulle de dettes doit diminuer.
- L'industrie de la finance va revenir à sa taille historique dans le fonctionnement économique.

Il va en résulter :

- Moins de financement pour les entreprises et les consommateurs.
- Une dévalorisation générale du prix de tous les actifs y compris immobiliers sauf très forte inflation.
- Une croissance faible pendant de nombreuses années.

Marché action

- Une récession courte nous semble intégrée dans le cours actuel des actions.
- Certaines valeurs sont décotées mais, si la récession devait être longue, une baisse supplémentaire importante aura lieu.

Marché obligation

- Nous le répétons depuis 2 ans : la dette des entreprises saines est, et restera, de meilleure qualité que la dette des Etats car les bilans des entreprises sont de meilleure qualité que les budgets des états.
- Les obligations d'entreprises sont clairement à des cours très décotés : ces cours constituent des opportunités d'achat.



STRATEGIE T4 2011

Les perspectives macros économiques imposent de conserver notre stricte discipline :

- Obligations d'entreprises 50% minimum.
- Stratégie de niche très prudente sur les actions.

OBLIGATIONS

Le rapport **sécurité du capital / rendement du capital** est élevé sur notre sélection.

L'achat d'une obligation, si elle est conservée jusqu'à l'échéance, permet d'assurer (sauf faillite de l'émetteur) un rendement certain et connu à l'avance.

Nos principales positions au 30 09 2011

Obligations	Echéance	Rendement du capital investi par rapport au cours du 30 09
HEIDELBERG CEMENT	10 2014	6.7%
TP CIC	12 2014	8.8%
TP LB	12 2014	9%
RALLYE	01 2015	7.1%
FIAT	02 2015	9.8%
TP SANOFI AVENTIS	12 2015	9.1%
ALCATEL	01 2016	10.8%
BP CAISSE D'EPARGNE	PERPETUELLE CALL 2015	11%
DEUTSCHE BANK	PERPETUELLE CALL 2015	9%
HERTZ	07 2015	8.9%
EUROPCAR	04 2018	14.2%
PICARD	10 2018	9.8%
LAFARGE	12 2019	8.1%
ORCO CV		Opération de trading obligataire

ACTIONS

Nos principales positions au 30 09 2011

AFONE	GET
-------	-----

Prochaine communication : 31 Décembre 2011