

Carmignac Patrimoine A (C)

Indice de la catégorie Morningstar

Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Note qualitative Morningstar™



► **Elite**
Supérieur
Standard
Inférieur
Déficient

Thomas Lancereau, CFA

Analyste Morningstar

Synthèse

Equipe: Edouard Carmignac a plus de 35 ans d'expérience et co-gère le fonds avec Rose Ouahba qui a 11 ans d'expérience dans la gestion obligataire.

Société: Malgré une forte croissance de ses encours, Carmignac Gestion a su maintenir un haut niveau d'expertise sur les différentes stratégies poursuivies.

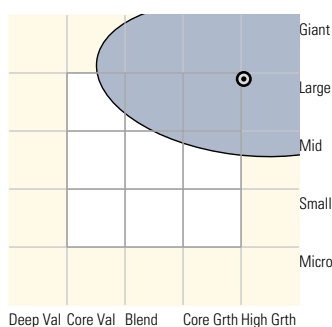
Processus d'investissement: Le fonds est géré de façon opportuniste. L'approche intègre une forte dimension macroéconomique et l'exposition aux actions est limitée à 50%.

Performance: L'historique de performance du fonds est excellent.

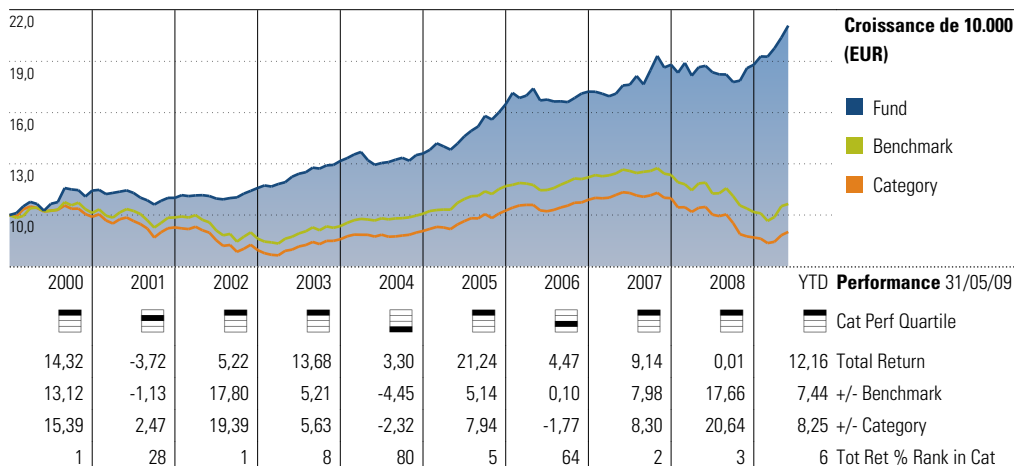
Frais de Gestion: Le total des frais sur encours est supérieur à la médiane de la catégorie.

Rôle dans le portefeuille: Le fonds peut être utilisé en cœur de portefeuille.

Morningstar Style Box: Ownership Zone



● Centroid = weighted average of stock holdings
● Zone = 75% of fund's stock holdings
(as of 30/04/09)



Opinion Morningstar

27 avr. 2009 | Ce fonds d'allocation au profil de risque modéré fait partie de nos favoris.

Carmignac Patrimoine bénéficie en premier lieu de la solide expérience de son gérant vedette, Edouard Carmignac. Il a lancé cette offre il y a près de 20 ans et a su s'entourer d'une équipe de bonne facture. Rose Ouahba co-gère le portefeuille et est plus particulièrement responsable de la partie obligataire. Elle dispose de 11 ans d'expérience dans ce domaine, et tous deux s'appuient sur les meilleures idées d'une solide équipe de gérants et d'analystes. Conscients de la taille importante du fonds, ils ne sélectionnent cependant que les titres dont la liquidité est suffisante.

Le fonds poursuit un objectif clair de maximisation de la performance absolue sur le long terme. Tant l'allocation d'actifs entre actions, obligations, et liquidités que la sélection de titres au sein de chaque segment intègrent une forte dimension « top down ». La stratégie repose en effet sur l'identification, généralement en amont et pas nécessairement dans l'air du temps, de thématiques d'investissement porteuses de croissance à moyen et long terme. Comme pour la plupart des produits de la maison, le positionnement du portefeuille traduit les fortes convictions de l'équipe (or, entreprises chinoises et valeurs défensives européennes pour la partie actions/retour progressif sur les emprunts privés les mieux notés sur la poche obligataire) et se distingue notablement des principaux indices internationaux.

Un autre facteur fondamental qui contribue à distinguer cette offre réside dans le recours systématique aux politiques de couverture et à la gestion des liquidités pour atténuer les chocs de marché. Celles-ci sont gérées activement et si le fonds ne peut investir plus de 50% de ses actifs en actions, l'exposition nette au marché peut tomber à zéro comme ce fut le cas à la fin de l'année dernière. Cette grande flexibilité par rapport aux offres concurrentes - la plupart des autres fonds de la catégorie se fixant une exposition minimum aux actions - est utilisée à très bon escient. Le fonds offre une résistance remarquable en cas de marché baissier. En contrepartie, l'investisseur doit accepter le risque de sous-performance en cas de rebond de court terme non anticipé par les gérants. Le fonds se destine donc plutôt à des investisseurs de long terme avec un profil de risque modéré.

Enfin, les frais de gestion sont raisonnables. Ils sont en outre assortis d'une commission de surperformance qui aligne leurs intérêts avec ceux du gérant. Ce n'est malheureusement pas le cas des commissions de mouvement également prélevées, qui viennent gonfler le total des frais sur encours. En dépit de ce handicap, le fonds a bâti un excellent historique de performance et se classe invariablement dans le premier décile de la catégorie sur trois, cinq et dix ans.

Même si compte tenu des encours sous gestion, il serait raisonnable de partager avec les investisseurs une partie des économies d'échelle réalisées, nous considérons que l'expérience de l'équipe et la solidité de l'approche poursuivie font de cette offre une des meilleures disponibles sur le marché.

Catégorie Morningstar™	Mixtes EUR Équilibrés
Catégorie AMF	Diversifiés
Benchmark du fonds	50% Citi WGBI All Maturities EUR, 50% MSCI AC World EUR
Date de Lancement	07/11/1989

ISIN	FR0010135103
Domicile	France
Statut	FCP
Devise du fonds	EUR
Actif net total	EUR 7013,80 Mil

Carmignac Patrimoine A (C)

Indice de la catégorie Morningstar

Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Gérant(e)	Edouard Carmignac, Rose Ouahba
Depuis	07/11/89
Années sur ce fonds (moyenne)	10,88
Années moyennes d'expérience	23
Années sur ce fonds (max)	19,63
Autres fonds gérés	
Carmiganc Investissement	
Nombre d'analystes	
3	

Société de gestion
Carmignac Gestion

Actifs sous gestion	EUR 12.6 mds
Actifs sous gestion dans cette stratégie	EUR 6.7 mds

Nombre de titres	140-160
Position maximale	7%
Tracking error ex ante	Aucune
Rotation ex ante	50%
Limites sectorielles	Aucune
Limites régionales	Aucune
Utilisation tactique du cash	Non
Couverture du change	Oui
Benchmark du fonds	50% Citi WGBI All Maturities EUR, 50% MSCI AC World EUR

Equipe

Edouard Carmignac a plus de 35 ans d'expérience. Il a fondé la société éponyme en 1989 et détient 70% du capital, le reste étant réparti entre les employés. Carmignac a su s'entourer d'une équipe solide qui compte sur les actions neufs gérants très expérimentés et trois analystes. Les responsabilités de chacun sont organisées autour de thématiques d'investissement (les pays émergents ou les matières premières par exemple) plutôt que via un découpage formel géographique ou sectoriel. Rose Ouahba (11 ans d'expérience) est responsable du

positionnement du fonds sur les différents marchés de taux. Elle peut s'appuyer sur l'expertise de Laurent Chebanier, gérant dédié aux obligations internationales. Dans l'équipe, Frédéric Leroux (19 ans d'expérience) est en charge de la recherche économique et de la gestion des couvertures qui revêtent un caractère fondamental compte tenu de la forte dimension « top down » du fonds. Cette structure somme toute compacte permet un échange fluide des idées d'investissement, et la taille de l'équipe nous semble adéquate. La sélection de titres reprend généralement les meilleures idées des différents gérants, en tenant compte des contraintes de liquidité propres à Carmignac Patrimoine.

Société

Fondée en 1989 par Edouard Carmignac, la société gérerait 12,6 milliards d'euros à la fin 2008. Elle a connu un développement très important de ses actifs sous gestion. Au fil du temps, la gamme de produits s'est évidemment étoffée mais nous notons avec plaisir que les nouveaux fonds ont été lancés avec intelligence plutôt que pour surfer sur des tendances sans préoccupation des intérêts des investisseurs à long terme. Il y a en effet bien des aspects que nous apprécions beaucoup dans cette société, au premier rang desquels la qualité des équipes de gestion. La communication du groupe envers ses clients est exemplaire, notamment grâce à un « reporting » très transparent qui explique clairement les décisions

d'investissement prises. La structure de rémunération n'est pas idéale puisque les gérants sont intéressés au capital de la société plutôt qu'à la performance des fonds à long terme. Cet écueil est néanmoins nuancé par le fait que la plupart des fonds dispose d'une commission de surperformance. Combinés à des frais de gestion raisonnables, cela nous semble un bon moyen d'aligner les intérêts du gérant avec ceux de ses clients. En revanche, et c'est là notre principale réserve par rapport à la société de gestion, nous ne pouvons que déplorer le prélèvement de commissions de mouvements. Et ce d'autant plus que certains fonds ont des tailles très conséquentes et qu'il serait juste de partager une partie des économies d'échelle réalisées avec les investisseurs.

Processus d'Investissement: Stratégie

Le fonds poursuit un objectif clair de maximisation de la performance absolue sur le long terme. La seule véritable contrainte est de détenir en permanence au moins 50 % en obligations ou produits monétaires. L'exposition aux actions internationales varie de facto de 0 à 50%, ce qui est inférieur à la moyenne de la catégorie. Fidèle au style de gestion de la maison, les décisions d'investissement tant en termes d'allocation que de sélection d'actions ou d'obligations revêtent une très forte dimension « top-down ». Basée sur l'analyse des fondamentaux macroéconomiques, celle-ci permet également d'identifier des thèmes de moyen terme, au sein desquels

Carmignac sélectionne les actions de façon opportuniste. Compte tenu de la taille du fonds, cette sélection s'opère essentiellement parmi les moyennes et grandes capitalisations. Pour la poche obligataire, Ouahba bénéficie également d'une très grande latitude. Les sources de valeur ajoutée sont multiples : duration, crédit, dette émergente (max 25%) et convertibles (max 10%). L'allocation entre les différentes classes d'actifs est dynamique, les gérants ayant recours aux liquidités ainsi qu'à des instruments de couverture. Ceux-ci consistent essentiellement à vendre à découvert des futures sur indices globaux, et plus marginalement à tenir des positions « short » sur un panier de valeurs pour couvrir un risque spécifique. Enfin, le risque de change est lui aussi géré activement.

Carmignac Patrimoine A (C)

Indice de la catégorie Morningstar

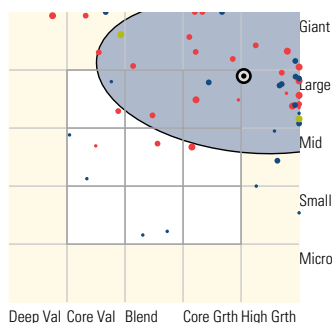
Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Value Measures	Fund	Rel Cat
Price/Earnings	14,57	1,34
Price/Sales	1,22	1,89
Price/Book	1,65	1,17
Price/Cash Flow	6,51	1,31
Dividend Yield %	3,03	0,84

Growth Measures	Fund	Rel Cat
Long-Term Earnings	14,96	1,52
Historical Earnings	22,39	-6,76
Sales	16,83	2,20
Cash Flow	6,66	1,31
Book Value	17,33	-3,31

Capitalisation moyenne EUR 14887,08 Mil

Morningstar Holdings Based Style Map



● Centroid = weighted average of stock holdings
 ● Zone = 75% of fund's stock holdings
 (as of 30/04/09)

Exposition géographique	% Equity
Grande Europe	22,51
Ameriques	53,42
Asie centrale	24,07

Principaux pays	% Equity
Etats-unis	28,39
Canada	16,37
France	7,35
Inde	6,15
Suisse	6,01

Marchés	% Equity
Developed Markets	81,26
Emerging Markets	18,74
Not Classified	0,00

Processus d'Investissement: Positionnement du Portefeuille

L'approche opportuniste se traduit par un positionnement du fonds très différent de ses concurrents. Ainsi, l'exposition nette au marché actions est tombée à zéro à partir de décembre 2008. La sélection de titres reflétait les thèmes favoris de la société (or, Chine et défensives européennes) mais était intégralement couverte par des positions vendeuses sur indice ainsi que sur un panier de valeurs dans la distribution américaine. Ces couvertures ont été levées en mars 2009, illustrant le caractère dynamique et très réactif de l'allocation d'actifs. Historiquement, la partie du portefeuille investie en

Allocation d'actifs	% d'actifs	long %	short %	net %
Actions	29,00	0,00	29,00	
Obligations	52,99	0,00	52,99	
Liquidités	27,26	11,38	15,89	
Autres	2,12	0,00	2,12	

Principales positions	% d'actifs 30-04-09
US Treasury Note	7,25
France(Govt Of) 5% 2012-04-25	6,99
France(Govt Of) 3.75% 2010-09-12	4,53
France(Govt Of) 5% 2011-10-25	3,11
US Treasury Bond	2,18
Societe Generale	2,14
Cncep	2,14
France (Republic Of) 5.5% 2010-10-25	1,62
France (Republic Of) 4% 2014-10-25	1,54
Schlumberger, Ltd.	1,23
First Solar, Inc.	1,20
BRAZIL(FED REP OF) 2012-09-24	1,07
Total SA	1,07
Kinross Gold Corporation	0,96
Jp Morgan Chase & 6.125% 2014-04-01	0,94
Goldcorp, Inc.	0,93
Smith International, Inc.	0,90
Freeport-McMoRan Copper & Gold B	0,88
Transocean, Inc.	0,84
Newmont Mining Corporation	0,81
Total Equity/Bond Holdings	62/97
Assets in Top 10 Holdings %	32,72

actions se situe dans le segment croissance de la Morningstar Style Box. Bien que la sélection de titres reste en effet opportuniste et sans biais de style, la recherche de thèmes est, elle, clairement orientée vers les dynamiques de croissance. L'exposition aux marchés de taux a varié de 50 à 80% au cours de l'année dernière. Initialement composé en majorité d'emprunts d'Etat de pays développés avec des maturités assez longues pour bénéficier de la baisse anticipée des taux, le portefeuille se repositionne depuis le début de 2009 vers les emprunts privés. La gérante privilégie les banques américaines et des entreprises aurifères présentant des rendements élevés. La qualité de crédit reste cependant très élevée avec 60% de l'exposition obligataire notée AA ou plus.

Qualité de Crédit	Effective Duration	6,98
Haute	Effective Maturity	7,67
Medium	Avg Credit Quality	AA
Bas	Avg Wtd Coupon	-
	Avg Wtd Price	-
Sensibilité aux taux d'intérêt		
Court		
Intermédiaire		
Long		

Credit Rating Breakdown	%	Maturity Breakdown	%
AAA	57,11	1 to 3	57,39
AA	5,70	3 to 5	31,71
A	14,47	5 to 7	9,30
BBB	18,97	7 to 10	0,00
BB	1,61	10 to 15	1,15
B and below	0,00	15 to 20	0,46
Not Rated	2,14	20 to 30	0,00
		Over 30	0,00

Poids sectoriels	% Equity	Rel Cat
Information	8,04	0,51
Logiciels	0,00	0,00
Matériel informatique	5,03	1,20
Médias	0,00	0,00
Télécommunications	3,01	0,39
Service	33,70	0,89
Santé	11,07	0,94
Services aux consommateurs	2,07	0,51
Services aux entreprises	4,03	0,85
Services financiers	16,54	0,94
Production	58,26	1,26
Biens de consommation	5,93	0,50
Matériaux industriels	31,32	1,92
Energie	21,01	1,73
Services aux collectivités	0,00	0,00

Carmignac Patrimoine A (C)

Indice de la catégorie Morningstar

Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Trailing (EUR)	Total Rtn %	+/- Bmark	+/- Cat	%Rnk in Cat
3 Mo	9,42	-0,87	1,40	38
6 Mo	13,40	10,81	10,23	4
1 An	12,56	23,07	26,15	1
3 Ans Annualisé(s)	8,07	10,68	12,57	1
5 Ans Annualisé(s)	10,26	8,34	9,51	1
10 Ans Annualisé(s)	9,69	8,03	9,44	1

MPT Stats	3 Ans	Rel Cat	5 Ans	Rel Cat
R-Squared	22,60	0,33	26,91	0,37
Beta	0,43	0,46	0,52	0,54
Alpha	6,84	-3,04	7,46	-6,97

Volatility & Risk Adj Returns	3 Ans	Rel Cat	5 Ans	Rel Cat
Std Deviation	7,69	0,81	7,42	0,88
Mean	0,67	-2,09	0,84	0,93
Sharpe Ratio	0,56	-0,70	0,93	-4,04
Information Ratio	1,24	-3,44	1,14	-3,80
Treynor Ratio	10,03	-2,73	13,64	-5,50

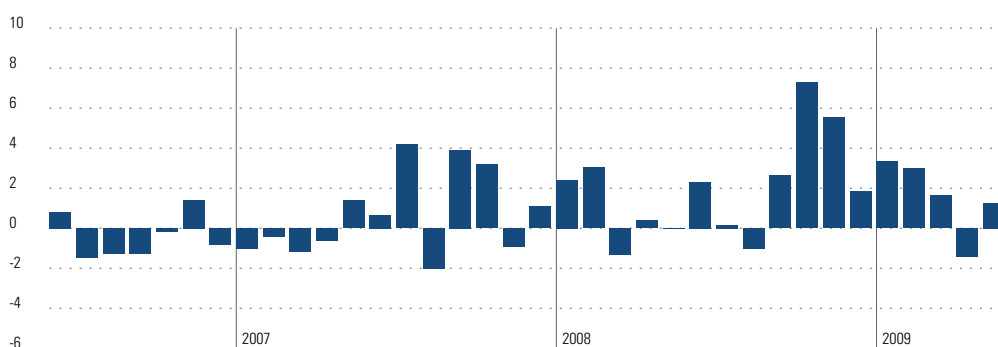
Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Analyse de la performance

Le fonds a bâti un historique de performance remarquable. Depuis son lancement en 1989, il a en effet surperformer la médiane de la catégorie Mixtes Euro Modéré de plus de 4.5% par an. A fin mars 2009, le fonds se classe par ailleurs dans le premier percentile de cette catégorie sur un, trois, cinq et dix ans. La seule année notable de sous-performance remonte à 2004 lorsque l'exposition maximale du fonds aux actions (50%) s'est révélée handicapante par rapport à d'autres fonds de la catégorie dont la part actions peut monter jusqu'à 60%.

L'investisseur notera cependant qu'en moyenne cette allocation plus faible a été largement compensée par la sélection de titres - tant sur les actions que sur les obligations. En 2005 par exemple, le fonds a gagné 21.24% (surperformant la catégorie de près de 8%) grâce à un positionnement audacieux sur les actions des entreprises liées aux matières premières et à la dette des pays émergents. La gestion active des politiques de couvertures et des liquidités s'est par ailleurs historiquement traduite par une très bonne résistance du fonds à la baisse des marchés actions : le fonds est ainsi parvenu à préserver l'intégralité de son capital en 2008.

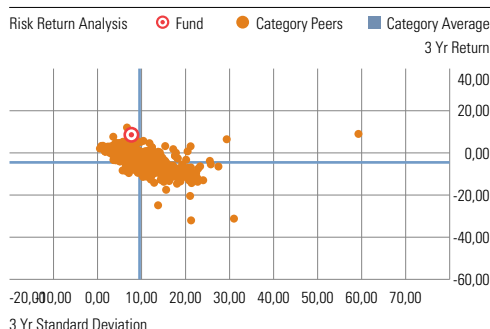
Monthly Return vs Catégorie Morningstar (EUR)



Rendement et Risque

La volatilité du fonds est comparable à la moyenne de la catégorie. Il présente cependant l'avantage très appréciable de résister bien mieux que ses concurrents

aux marchés baissiers. Sur cinq ans à fin mars, sa perte maximale s'élève en effet à 7.92% contre 26.3% pour la moyenne de la catégorie.



Morningstar Rating™ (Rel Cat)	Morningstar Return	Morningstar Risk	Morningstar Rating
3 Year	High	Bel avg	★★★★★
5 Year	High	Avg	★★★★★
10 Year	High	Bel avg	★★★★★
Overall	High	Bel avg	★★★★★

Frais de Gestion

Les frais de gestion sont inférieurs à la moyenne, et sont assortis d'une commission de surperformance. Le TER pâtit néanmoins de commissions de mouvement élevées.

Frais d'entrée %	4,00
Frais de gestion annuels max %	1,50
Total Expense Ratio %	1,80