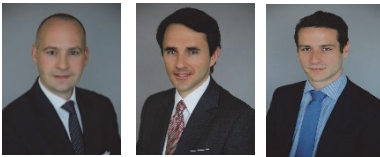


Les dettes subordonnées de nouvelle génération «Des instruments complexes, une classe d'actifs attractive »

Pour y voir plus clair...



QUESTIONS A :

Jean-Marc Delfieux, Gérant du fonds Tikehau Subordonnées Financières & Rodolfo Caceres, Responsable de la Recherche
Thibault Douard, Analyste spécialiste « Dette Subordonnée »

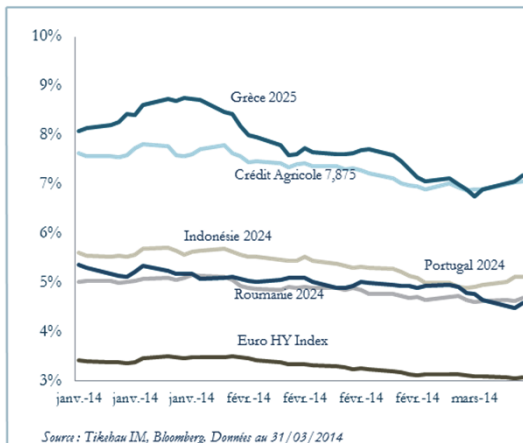
Pourquoi pensez-vous que le moment est venu de revisiter les titres de dette subordonnée ?

La crise de 2008 a entraîné d'importants besoins de recapitalisation des banques qui ont été pourvus par les Etats. Ces efforts de recapitalisation n'auraient pas dû être supportés par les contribuables mais les banques étaient insuffisamment capitalisées, et les dettes hybrides d'ancienne génération n'ont pas rempli leur rôle d'absorption des pertes. Cette inefficacité en temps de crise a fait prendre conscience des limites du système bancaire dans son ensemble et plus particulièrement des dettes hybrides d'ancienne génération.

Donc oui, le moment était venu de revisiter les titres de dette subordonnées ! Nous sommes positifs sur cette classe d'actifs depuis quelque temps et nous considérons que la conjoncture actuelle lui est favorable, en partie grâce :

- à l'amélioration des fondamentaux de l'industrie bancaire,
- au rôle renforcé de la Banque Centrale Européenne en tant que régulateur
- ainsi qu'au développement de nouveaux instruments de dette, les fameux « Cocos » (*Contingent Convertible Debt*).

CoCos vs Crédit BB



Source : Tikehau IM, Bloomberg. Données au 31/03/2014

Cette nouvelle classe d'actifs, les *CoCos*, qui constituent les obligations subordonnées convertibles en cas d'évènement de crédit, vient au fur et à mesure remplacer les instruments émis de 2000 à 2010, qui sont progressivement remboursés à leur 1^{ère} date de *call* et disparaissent des portefeuilles des investisseurs. Leur rendement, de 4 à 8%, est 2 à 3 fois supérieur à celui des anciennes subordonnées bancaires, ce qui est très attractif face à des taux sans risque qui sont à des niveaux historiquement bas. La valorisation de ces nouvelles subordonnées bancaires a déjà commencé mais il nous semble qu'elle reste attractive au regard des risques. Les investisseurs sont encore peu présents sur cette nouvelle classe d'actifs et nous pensons que la recherche de rendement devrait les conduire à s'exposer plus largement à un secteur dont les fondamentaux sont nettement plus sains qu'avant crise. C'est une alternative très crédible aux actions bancaires.

En quoi les évolutions réglementaires du secteur bancaire constituent-elles selon vous une opportunité pour les porteurs de dette financière ?

Le secteur bancaire européen est plus solide, mieux régulé et bien plus encadré qu'avant crise. Désormais le coussin de capitaux propres des banques est plus épais et de meilleure qualité. C'est le fruit de la poussée réglementaire, dans le cadre de Bâle 3, qui a amené l'ensemble des acteurs à travailler sur leur capitalisation, leur solvabilité et la liquidité de leurs bilans. Les établissements financiers ont dû nettoyer leur bilan en créant des structures de défaillance et réduire leurs activités de marchés, volatiles et cycliques.

Le levier de leur bilan (taille du bilan / fonds propres) est passé de plus de 30x en 2007 à moins de 20x en moyenne en 2014, alors que le ratio de capitalisation *Core Equity* a été multiplié par 2 sur les 5 dernières années et leur financement par les marchés financiers a été réduit d'un tiers.

Les régulateurs ont désormais la capacité de surveiller de plus près l'activité et le bilan des établissements financiers. Ils peuvent intervenir plus tôt si la qualité de crédit d'une banque se dégrade et les contraindre à renforcer leur capitalisation (augmentation de capital, vente d'actifs, suppression des dividendes).

Enfin, une clarté et une transparence supplémentaires seront disponibles en fin d'année, après la revue des bilans par la BCE (dit AQR, *'Asset Quality Review'*), nouveau superviseur européen.

De nouvelles émissions subordonnées remplacent progressivement les anciennes dettes hybrides. Pouvez-vous nous décrire ces nouveaux instruments ?

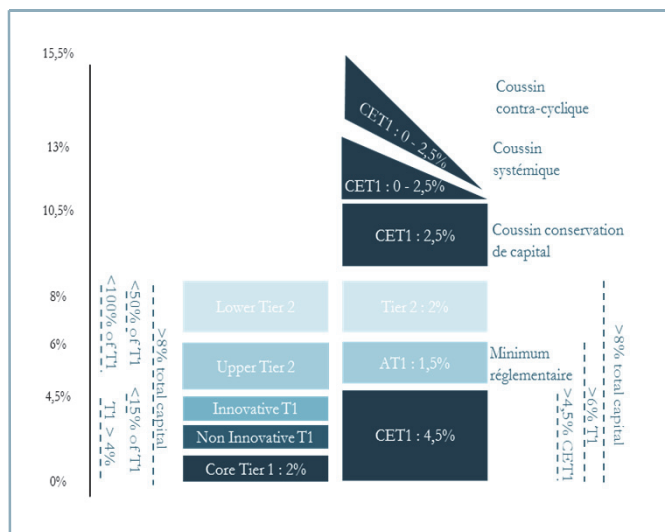
L'objectif visé par les régulateurs est d'éviter qu'à l'avenir une recapitalisation bancaire soit supportée par les contribuables (*'bail out'*). Si une telle opération s'avérait nécessaire, elle devrait être assurée par une contribution des actionnaires mais aussi des créanciers, subordonnés tout d'abord, et en dernier lieu seniors.

Les nouveaux formats de subordonnées bancaires doivent être donc être capables d'absorber des pertes potentielles, selon des règles précises et connues lors de l'émission de ces obligations. Ainsi les obligations *Additional Tier 1* (« AT1 ») sont perpétuelles, avec des clauses de remboursement anticipé, dont le nominal peut être attaqué à partir d'un niveau de solvabilité donné (si le ratio *Core Tier 1** vient à se dégrader en-dessous de 7% ou de 5,125%, selon les instruments).

Les émissions *Tier 2* sont datées et viennent compléter ces quasi fonds propres. Effectivement un créancier de rang subordonné pourra voir son capital déprécié en tout ou partie, parfois avec la possibilité qu'il se reconstitue au fil du temps et des résultats positifs produits par la banque, ou converti en actions ordinaires. Ces instruments sont donc qualifiés de *Contingent Convertibles* ('convertibles si besoin'). Un prêteur subordonné pourrait ainsi devenir actionnaire si une recapitalisation de l'intérieur (*'bail in'*) est nécessaire.

C'est pourquoi il faut non seulement bien comprendre ce glissement potentiel de rang de séniorité mais également connaître le matelas de sécurité que présente chaque établissement.

Bâle 2 → Bâle 3 (en 2019)



* Les fonds propres Core Tier 1 recourent les éléments les plus stables des fonds propres prudentiels, c'est-à-dire principalement le capital social et les réserves.

Quelle analyse faites-vous en termes de risque et de rendement ?

Le niveau de rendement actuellement offert par ses dettes de nouvelle génération s'explique par 2 variables :

1. La classe d'actifs encore méconnue du grand public,
2. L'analyse et la compréhension des sous-jacents sont fondamentales pour appréhender le risque de chaque émission.

En outre, les clause des prospectus sont différentes suivant l'émission considérée. La compréhension de fonctionnement et des implications propres à chaque émission est essentielle. Ce constat explique les primes de risque élevées et présente un fort potentiel de resserrement à moyen terme selon nous. Par ailleurs, le choix des émissions est clé pour assurer une bonne performance.

Pensez-vous que les procédures en cours visant BNP Paribas et Crédit Suisse aux Etats-Unis puissent avoir un effet systémique ou tout au moins constituer un facteur déstabilisant pour l'industrie bancaire ?

Les amendes éventuellement infligées à certains établissements bancaires sont importantes, de l'ordre de plusieurs milliards d'euros, mais ne se sont pas déstabilisantes au regard de leur profitabilité. Ainsi Crédit Suisse a écopé d'une sanction de \$ 2.8Mds, ce qui représente à peu près son bénéfice annuel. Dans le cas de BNP Paribas, une possible amende de \$ 8-10Mds est évoquée, ce qui représenterait cette fois ci à peu près 1 an et demi de bénéfices. Des montants importants donc, mais toutefois gérables pour les établissements concernés.

L'industrie bancaire continue de faire face aux erreurs du passé, ainsi plus de €50Mds d'amendes ont été payées par les établissements européens ces dernières années. L'ardoise est sévère, souvent méritée, mais elle est en bonne voie d'être purgée. Les bilans sont nettement mieux capitalisés maintenant, pour absorber les pertes éventuelles, mais également les amendes. A ce stade, nous pensons que les sanctions financières de Crédit Suisse, DB ou BNP sont plutôt des sujets pouvant avoir un impact sur les actions plutôt que sur le crédit.

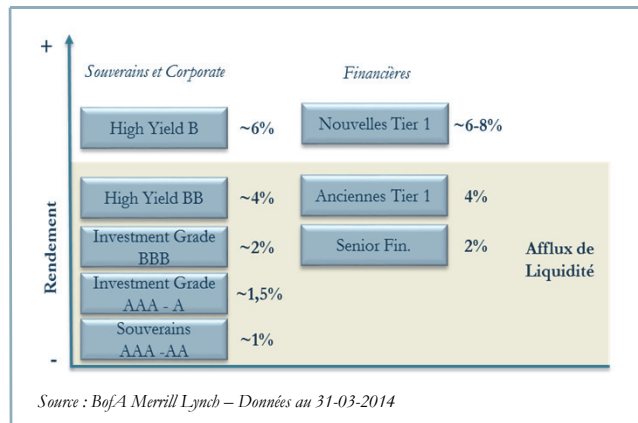
Vous gérez depuis 2011 un fonds spécialisé sur cette classe d'actifs. Comment ce fonds est-il géré et quels en sont les principaux atouts ?

Comme tous nos fonds ouverts, Tikehau Subordonnées Financières (TSF) est géré sans contrainte d'indice de référence. Ainsi le portefeuille est à tout moment le reflet de nos convictions et nos choix.

Les fondamentaux des émetteurs en portefeuille ont été analysés, leur structure d'émission également par notre analyste dédié à la recherche fondamentale sur les émetteurs financiers, appuyé par l'ensemble de l'équipe de recherche.

La construction du portefeuille met un accent particulier sur la performance bien sûr, mais également sur la préservation du capital et la minimisation de la volatilité de la Valeur Liquidative du fonds. Enfin nous élargissons le choix de nos lignes sur le secteur de l'assurance, qui représente un tiers de notre portefeuille et amène une diversification en termes d'émetteurs mais également de mouvements de marchés.

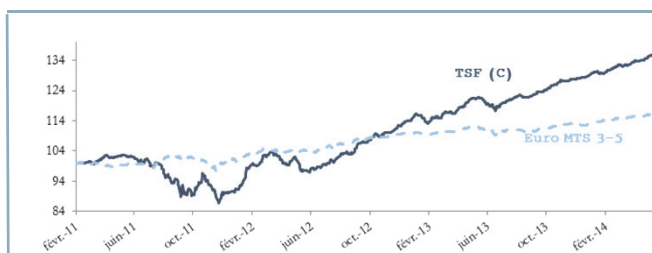
Taux actuariel par typologie d'émetteurs



Les 10 émetteurs principaux

Société Générale	3,3%
Groupama	3,0%
Lloyds	2,9%
BBVA	2,9%
Banco Popular	2,9%
CNP	2,7%
Intesa Sanpaolo	2,7%
Bank of Ireland	2,7%
KBC	2,5%
Natixis	2,4%

Performance de TSF depuis sa création (08/02/2011)



- Performances au 30 mai 2014 :
 - YTD : 5,7%
 - 6 mois : 6,4%
 - 1 an : 12,6%
 - Depuis création (08/02/2011) : 36,0%
- Volatilité (12 mois glissants) : 3,4%

TSF (C) en quelques chiffres (au 30 mai 2014) :

- Notation Morningstar : ★★★★★
- Nombre d'émetteurs : 46
- Taux actuariel : 3,9%
- Sensibilité Taux : 3,6
- Sensibilité Crédit : 4,1
- Coupon moyen : 6,9%
- Notation moyenne : BBB-

Source : Tikehau IM au 30/05/2014 - Les chiffres cités ont trait avec années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les notations Morningstar ne sont pas des classements de marché et ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter, de vendre ou de détenir des parts ou actions des OPCVM gérés par Tikehau IM. La référence à un classement ou à un prix de cet OPCVM ne préjuge pas des classements ou des prix futurs de ces OPCVM ou du gestionnaire.

Le fonds présenté est principalement investi en obligations et présente un risque de perte en capital. Pour plus d'information sur les risques et les frais, nous vous invitons à vous référer au prospectus.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou l'arbitrage. Les données contenues dans cette présentation ne sont ni contractuelles ni certifiées par le commissaire aux comptes. La responsabilité de Tikehau Investment Management ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Le prospectus de référence doit obligatoirement être proposé aux souscripteurs préalablement à la souscription, remis à la souscription et mis à la disposition du public sur simple demande.

TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT

32 rue de Monceau – 75008 Paris
 Tél. : +33 1 53 59 05 00 – Fax : +33 1 53 59 05 20
 491 909 446 RCS Paris – Numéro d'agrément AMF GP 07000006
 Courtier en assurance inscrit au registre ORIAS 09 051 177