

# TIKEHAU

INVESTMENT MANAGEMENT

## L'ÉDITORIAL BULL(E)ION

Pour évoquer l'or physique, sous forme de barre brute ou de lingot, les anglo-saxons utilisent un mot à la consonance musicale : *bullion*. Il se valorise en référence à son poids et à sa pureté (devant être de 99.5%).

Son étymologie remonterait au début du 15ème siècle à la notion de la fonte ou mélange du métal précieux (*to boil* - bouillir) lui-même du latin *bullire*.

Les cycles longs économiques et financiers ont fréquemment rappelé la notion de valeur refuge (en particulier sa vertu anti inflationniste ou encore sa valeur couverture dollar) du métal précieux. Il en est ainsi de la valeur des actifs rares à l'univers borné. Détenir un lingot, quelques Louis ou une poignée de Napoléon a toujours été rassurant dans une logique de « bon père de famille ». A juste titre.

Même si nous sommes de ceux qui croient que la valeur d'un actif financier se mesure avant tout à l'actualisation de ses flux futurs et que celle de l'or n'est malheureusement pas modélisable, nous

# Lettre trimestrielle OCT. - DEC. 2010

# n°5

« LES VALEURS MOBILIÈRES TRAVESTISSANT LA NATURE PHYSIQUE DES SOUS-JACENTS QU'ELLES RÉFÈRENT N'ONT JAMAIS LONGTEMPS SURVÉCU AU REFLUX DES MARÉES »

avons de la sympathie pour cette approche. Et pourtant...

La valeur de l'once a été multipliée par plus de 5x depuis 10 ans. Sur un an, elle progresse de 30%.

Cette frénésie est irrationnelle et repose sur un subterfuge menaçant : l'actif physique a été dématérialisé par la création de *trackers*, indices ou encore papier-or créant une capacité illimitée à la collecte d'épargne se déversant dans un univers borné. Mécaniquement, la demande surpasse l'offre. Mais la nature de l'actif a été pervertie.

En guise de comparaison, imaginons un instant que tout un chacun puisse s'exposer par tranche de 100€ à l'immobilier Haussmannien des beaux quartiers parisiens par la souscription à des ETF ou dérivés et qu'une de collecte de 100 milliards soit réalisée pour cette stratégie d'investissement. On imagine aisément l'évolution du prix du m<sup>2</sup>. Mais cela ne ferait pas pour autant de nous des propriétaires...

Les valeurs mobilières travestissant la nature physique des sous-jacents qu'elles

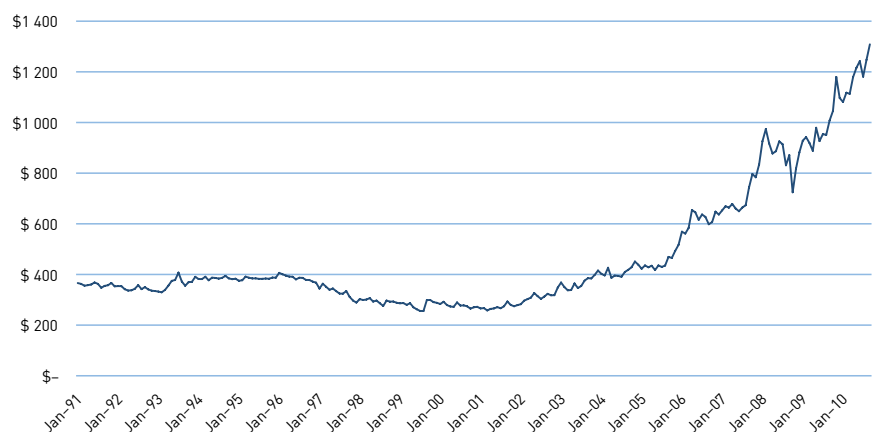
réfèrent n'ont jamais longtemps survécu au reflux des marées.

Plusieurs *hedge funds*, parmi les plus gros de l'industrie, ont récemment médiatisé leur surexposition à l'or pour des montants colossaux. La constitution de leurs positions a été le catalyseur de ce mouvement pro-cyclique à la hausse depuis la crise de 2008. Leurs positions « longues » sur le métal jaune ne se matérialisent pourtant pas par une détention physique de ces actifs. Ces intervenants sont des acteurs dont l'horizon d'investissement, du fait de la nature même de leur capital et de la structure de leur rémunération, est basé sur des performances court-terme. La réalisation de ces performances passe inéluctablement par des arbitrages.

Attention à leur sortie.

« L'ACTIF PHYSIQUE A ÉTÉ DÉMATÉRIALISÉ [...] CRÉANT UNE CAPACITÉ ILLIMITÉE À LA COLLECTE D'ÉPARGNE SE DÉVERSANT DANS UN UNIVERS BORNÉ »

ÉVOLUTION DU COURS DE L'OR SUR 20 ANS



Source : Bloomberg

## ÉTAT DES MARCHÉS ET ENVIRONNEMENT

Effrénée, généralisée et massive, elle concerne tout type d'investisseurs : c'est la quête du rendement.

Des assureurs-vie constatant l'inadéquation des rendements de leurs investissements traditionnels face à leurs engagements futurs, aux gestions privées dépitées des performances et la volatilité des actions, les signes se multiplient que tous cherchent à doper leurs actifs.

Si cette migration vers la dette privée n'est pas tout à fait nouvelle, elle s'est généralisée depuis l'été avec la baisse des taux servis sur les emprunts d'Etat.

L'exercice du 1er semestre – rallonger la maturité des obligations de l'univers **Investissement** – touche à sa fin : le rendement supplémentaire sur ces échéances plus longues devient marginal et le risque de taux embarqué significatif.

L'alternative, que nous défendons depuis longtemps, est l'incursion en territoire **Haut Rendement** et titres subordonnés bancaires qui présentent notamment l'avantage d'offrir une forte protection en cas de remontée des taux.

Quelques niveaux et exemples : comparé aux taux à 2 et 5 ans de l'OAT, respectivement à 0.85% et 1.65%, Pernod 2016 permet de tripler le rendement de référence, Rallye 2014 le multiplie par 4, Picard 2018 par 5.5x et BPCE

9% Tier 1 (Perpétuelle/call 2015) par 6.2x (si l'option de rachat anticipé par l'émetteur est activée, ce qui est notre conviction).

Depuis la rentrée de septembre, les signes de quête du Graal se multiplient : réveil des émissions perpétuelles d'entreprise après un sommeil de 3 ans, large participation de comptes non spécialisés aux nouvelles obligations à **Haut Rendement** ou encore renaissance de certains fonds de type monétaire dynamique.

Si nous pensons que le fort intérêt suscité par les obligations à **Haut Rendement** conserve un potentiel significatif, nous savons également qu'il pourrait s'accompagner d'un réflexe naturel d'investisseurs non dédiés à ce segment obligataire : la complaisance envers le risque et sa rémunération.

Devant cette lame de fonds, il est vraisemblable que, progressivement, s'émeuvent les fondamentaux d'une saine gestion de dette privée (analyse prospective de l'émetteur et étude fine des caractéristiques propres à chaque émission), s'endorment les réflexes de protection des investisseurs obligataires et passe au second plan l'analyse du couple risque/rendement.

Quel sera le prochain mouvement des investisseurs pour répondre à cette soif de rendement ? Une revisite des structures complexes et non transparentes, des instruments illiquides, des montages comportant des risques cachés comme celui de contrepartie, ou encore le retour du levier

sur des taux de rendement bas ?

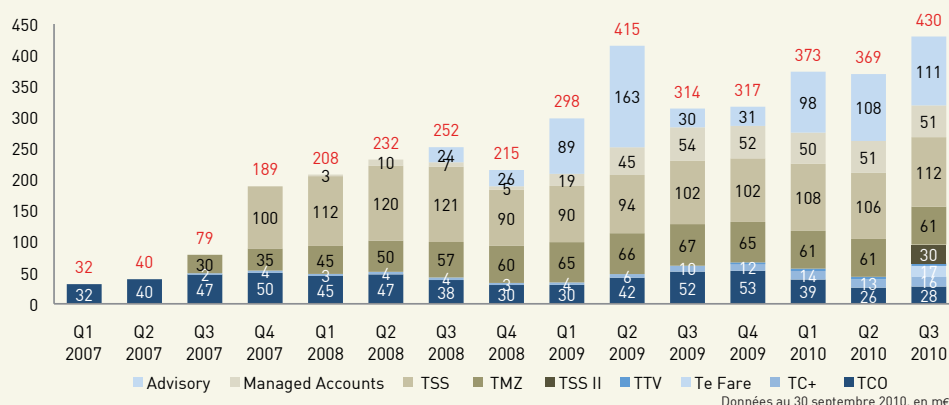
## NOTRE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

A ce stade nous ne voyons pas d'excès dans notre classe d'actif, ni de signes de surchauffe mais bien de fortes marques d'un intérêt croissant.

Fidèles à nos valeurs – nous investissons uniquement dans ce que nous comprenons et savons expliquer – et forts de nos expertises et expériences, nous demeurons attentifs et vous assurons de notre vigilance.

## ÉVOLUTION DES ENCOURS SOUS GESTION

Tikehau IM porte ses encours sous gestion à €430m avec la constitution de 3 nouveaux fonds, TSS II, Te Fare et Te Fare II. TSS II, actuellement dans sa période de souscription, vise un encours de 200-300 millions d'euros.



## FOCUS PERFORMANCES LE FONDS TIKEHAU CRÉDIT PLUS

**+12,6%**

Performance fonds TC+ (A) depuis le début de l'année, au 13 octobre 2010

## PERFORMANCE DES FONDS AU 13 OCTOBRE 2010\*\*

	CRÉATION	1 AN	6 MOIS	3 MOIS	29. SEP. 10
TIKEHAU CRÉDIT PLUS (A) PERFORMANCE TC+	100	81.64	89.83	87.81	94.26
	-5,7%	+15,5%	+4,9%	+7,3%	-
TIKEHAU TAUX VARIABLES (P) PERFORMANCE TTV	100	-	103,46	101,51	104,59
	+4,6%		+1,1%	+3,0	-

\*\* Performance des fonds (FCP) ouverts à la souscription

## 6 FONDS - 6 STRATÉGIES

Tikehau Investment Management gère actuellement 6 fonds proposant des stratégies et caractéristiques différentes au sein de la classe d'actif crédit, représentant € 275m d'encours.

### TC+ Tikehau Crédit Plus

Le fonds TC+ est un fonds obligataire investi dans des titres de dettes, émis par des sociétés des secteurs privés et publics, situées principalement dans la zone Euro. L'objectif initial est en effet de percevoir les revenus générés par le portefeuille et de les optimiser par une sélection active des valeurs. Ce fonds est commercialisé depuis août 2007.

### TTV Tikehau Taux Variables

Le fonds TTV est un fonds obligataire investi dans les titres de dettes, émis par des sociétés des secteurs privés et publics, situés principalement dans la zone Euro. L'objectif est de bénéficier du rendement lié à une exposition à cette classe d'actif tout en minimisant le risque de taux habituellement inhérent aux obligations à taux fixe. Le fonds est commercialisé depuis novembre 2009.

### TSS Fund Ltd\*

Le fonds TSS lancé en novembre 2007 est un fonds de situations spéciales de droit étranger, créé pour profiter des opportunités offertes par la crise du marché crédit. Le fonds a pour objectif d'investir dans des actifs décotés de trois types : dette corporate, dette immobilière et produits structurés.

### TCO Tikehau Credit Opportunities\*

Lancé en 2007 comme un long/short crédit, Tikehau Credit Opportunities (TCO) a été repositionné par la nouvelle équipe de gestion depuis novembre 2008 comme un long only basé sur une stratégie de bond picking.

Uniquement investi en obligations ou titres de créances, TCO n'a aucun levier.

### TSS II FCT \*\*

Le fonds TSS II lancé en août 2010 est un FCT opportuniste, structure innovante destinée à profiter des opportunités offertes par les marchés de dettes européennes. Doté d'un spectre d'investissement large sur la classe d'actif (obligations, prêts bancaires, notés ou non), il peut acquérir des positions sur les marchés primaires, ou sur le marché secondaire (situations spéciales). Son objectif est de générer une performance de 12%+

### TIM Mezzanine

Le fonds TIM Mezzanine est un FCPR (Fonds Commun de Placement à Risque) actif sur le marché français des financements mezzanines. La mezzanine est un instrument financier qui prend la plupart du temps une forme obligataire (OBSA, OC, ORA,...). TIM Mezzanine souscrit ainsi à des émissions de sociétés non cotées.

Partenaire des investisseurs financiers, des actionnaires familiaux et des équipes dirigeantes, il accompagne les opérations de transmission d'entreprises, de recomposition de l'actionariat et de développement par croissance externe d'entreprises de taille moyenne d'une valeur comprise entre € 15m et € 200m.

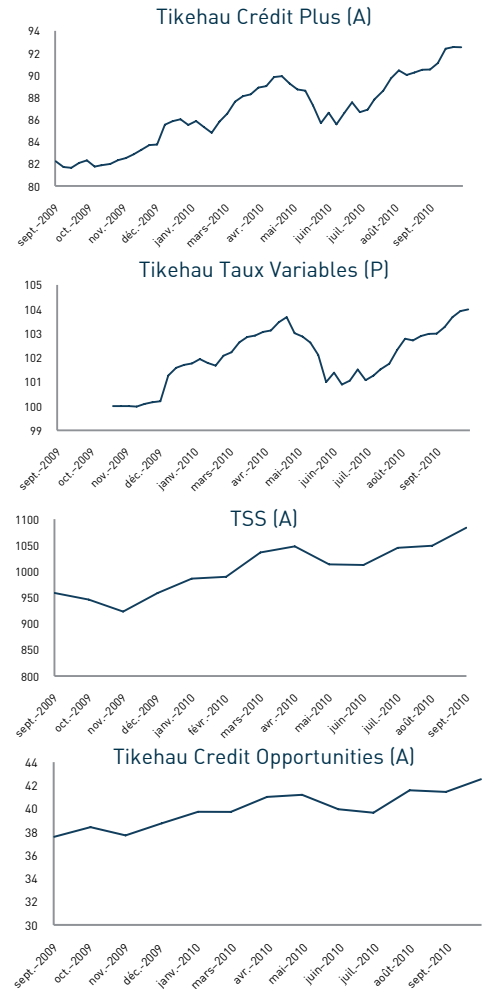
L'équipe de gestion de TIM Mezzanine est en charge de la structuration et de la souscription de tranches mezzanines dont le montant se situe entre € 2m et € 15m.

### Véhicules de co-investissement

Ces véhicules sur mesure permettent aux clients de Tikehau IM, de manière individuelle ou mutualisée, d'accéder à des opportunités d'investissement sur des dossiers ou des portefeuilles identifiés. Plusieurs d'entre eux ont été développés au cours de ces derniers mois sur des sous-jacents d'actifs variés tel que la dette bancaire senior d'une grande entreprise ou de la dette mezzanine de PME.

Au cours du trimestre, Tikehau IM a lancé 2 nouveaux véhicules de co-investissement, Te Fare I et Te Fare II, FCT fermés dédiés au rachat d'une créance bancaire.

## PERFORMANCE DES FONDS SUR 12 MOIS



## CHIFFRES CLÉS OCTOBRE 2010

**94,26** **+4,6%**

Dernière NAV TC+ au 13 octobre 2010

Performance fonds TTV depuis sa création le 18 novembre 2009 (13/10/2010)

**430m** **+15,5%**

d'euros d'actifs sous gestion au 30 septembre 2010

Performance fonds TC+ sur 12 mois glissants (au 13/10/2010)

\* Fonds de droit étranger, non ouverts à souscription en France et dans d'autres pays.

\*\* Fonds Commun de Titrisation Français réservé aux investisseurs qualifiés au sens de la MIF

# POINTS D'ACTU OCTOBRE 2010

## ÉMISSIONS RÉCENTES

Forte demande institutionnelle (dont principalement d'assureurs) pour des émissions longues :

- Norfolk Southern (opérateur de trains aux États-Unis) a récemment abondé une souche 2105 à un taux 5.95%
- EDF £1mds 2050 5.125%
- GDF Suez £700m 2060 5%

Les émissions dites hybrides (obligations dont les conditions particulières permettent qu'elles soient considérées en partie comme du capital par les agences de notations) redeviennent des sources de financements attractives pour certains émetteurs / investisseurs.

Quelques obligations récentes :

- Suez Environnement (€750m)
- RWE (€1.75mds)

Les efforts de désintermédiation bancaire se poursuivent :

- Hapag-Lloyd (transport de containers) a lancé une émission d'obligations à **Haut Rendement** pour améliorer son échéancier de dette (dont des remboursements de prêts obtenus auprès de ses actionnaires)
- Gecina a émis €500m à maturité 2014 pour diversifier ses sources de financement au-delà de prêts bancaires
- EdenRed a refinancé €600 de dette bancaire (*bridge to bond*) mise en place lors du *spin-off* d'Accor
- ATU (réparation rapide automobile basée en Allemagne) a émis €450m d'obligations *senior secured* pour repayer des dettes bancaires

## FOCUS MARCHÉ OBLIGATAIRE

### NOUVELLE ÉMISSION PICARD

Picard est l'enseigne préférée des français selon une étude récente. Elle est aussi une des obligations préférées des investisseurs européens en septembre ! Le groupe a émis €300m à 8 ans avec un coupon de 9% pour refinancer en partie le rachat de Picard par Lion Capital. Malgré un levier élevé à 5.7x et une forte concentration sur la France et des perspectives de croissance plus lente, les investisseurs se sont rués sur cette émission *high yield* (B-/B3) avec une sursouscription de plus de 10 fois et une très forte demande en dehors de la France ! Le groupe bénéficie d'un profil opérationnel solide et d'une position de leader incontestable. L'obligation performe très bien sur le marché secondaire, avec une forte demande institutionnelle et *retail*.

- La Compagnie des Alpes cherche aussi à diversifier ses sources d'investissements avec une émission obligataire de €200m à maturité 2017

Prolongement de maturités : les sociétés profitent de taux bas pour émettre des obligations longues (7-10 ans) et rembourser par anticipation des obligations courtes ou avec des coupons élevés. Par exemple :

- Saint-Gobain a émis €780m pour rembourser des obligations 2014/2013/2011
- Rhodia a émis \$400m 2020 pour repayer en partie son obligation 2013.

Les investisseurs se ruent sur les émetteurs connus qui peuvent offrir de rendements attractifs :

- Gecina 2014 sursouscrite 5 fois
- Picard 2018 (même si « primo accédant » sur le marché obligataire) a été sursouscrite plus de 10 fois malgré un levier financier élevé.

## ENFIN UN PEU DE COULEUR SUR BALE III

Après ses premières précisions de décembre 2009, le comité de Bâle a publié de plus amples informations sur les nouveaux ratios de solvabilité que les banques devront respecter :

- Un ratio *core Tier 1* de 4.5% contre 2% actuellement, dont la mise en application progressive se fera entre janvier 2013 et janvier 2015.
- Un coussin de « capital de conservation » supplémentaire de 2.5% à mettre en place avant 2019, portant donc le ratio *common equity* à 7%.
- Un coussin contracyclique de 2.5%, dont les caractéristiques et la date de mise en application restent à définir.

Quant aux *Tier 1* hybrides existantes, elles seront prises en compte dans le calcul du ratio *Tier 1* global (fixé à 6%) pour 90% de leur valeur faciale à compter du 1er janvier 2013, un pourcentage abaissé de 10% chaque année jusqu'à leur totale exclusion le 1er janvier 2022. Néanmoins, des précisions sont attendues lors du G20 de novembre et un communiqué définitif du Comité de Bâle est prévu avant la fin de l'année.

## INFORMATIONS INVESTISSEURS

**FCP TC+**  
ISIN (A) : FR0010460493  
Souscriptions/Rachats : Mardi 12h

**FCP TTV**  
ISIN (A) : FR0010814806  
ISIN (P) : FR0010819821  
Souscriptions/Rachats : Mercredi 12h

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 à 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. Les performances passées et les références à des classements ne préjugent en aucun cas des performances ou des classements futurs. Le prospectus de référence doit obligatoirement être proposé aux souscripteurs préalablement à la souscription.



134, boulevard Haussmann - 75008 Paris  
Tél : 01 53 59 05 00 - Fax : 01 53 59 05 20  
www.tikehauim.com - info@tikehauim.com

Société par Actions Simplifiée au capital de 2.000.000 EUR  
RCS Paris 491 909 446 - Agrément AMF GP 07000006  
Courtier en assurances enregistré à l'ORIAS 09 051 177

