



Triviale
CAPITAL

FONDS CRÉDIT

Stratégie de gestion et arbitrage

LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT ET L'OPPORTUNITÉ

Nous recommandons de maintenir inchangé l'objectif de gestion du Fonds Crédit ; à savoir la recherche d'une performance absolue à moyen terme de ses actifs à travers une sélection de titres décotés sur les marchés de crédit internationaux.

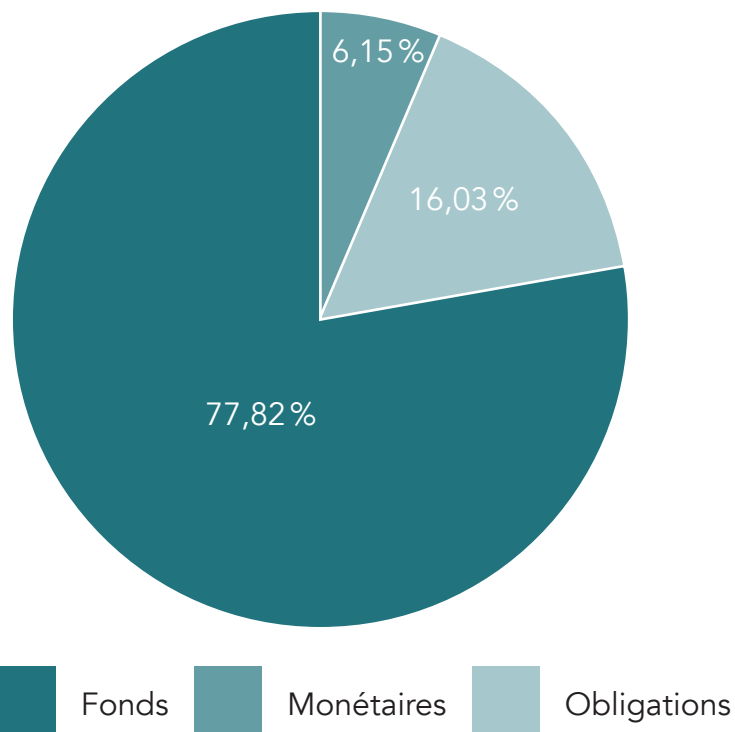
Depuis son lancement, du fait de son objectif de gestion et de la stratégie discrétionnaire employée, il n'a pas été possible de trouver un indicateur de référence pour ce Fonds.

La délégation de gestion introduira un indicateur de performance absolue de 4% pour Credit Arbitrage.

Elle se fixera pour objectif un rendement de l'ordre de 6% avec une volatilité contrôlée de 3.5% (Sharpe Ratio de 1.7 afin de retrouver la performance des toutes premières années du Fonds).

PORTEFEUILLE & DEAL PIPE

Le portefeuille, totalement investi, est aujourd'hui encore essentiellement exposé au risque hybride corporate et à la dette subordonnée financière. Pour cette dernière, la quasi-totalité des lignes du portefeuille est de type legacy.



	Actual	Min	Max
Modified Duration	3,8	0	7
Spread Duration	3,2	0	7
HY Weight	23,4%	0,0%	40,0%
Financial Weight	38,3%	0,0%	50,0%
Govies	0,0%	0,0%	5,0%
Subordinated	54,2%	0,0%	80,0%
Hybrods	23,1%	0,0%	40,0%
Tier 1 Financiers	1,7%	0,0%	20,0%
NR	9,7%	0,0%	20,0%
Fonds Hors Monétaires	15,8%	0,0%	20,0%
IPIGS	0,0%	0,0%	0,0%
USD	0,0%	0,0%	5,0%
GBP	0,0%	0,0%	5,0%
CHF	0,0%	0,0%	5,0%

PORTEFEUILLE & DEAL PIPE

Le marché sur ce type d'instrument s'est normalisé ces dernières années, principalement du fait de l'action du régulateur. Auparavant chasse gardée de quelques spécialistes, il s'est récemment développé en taille, devenant plus profond et accessible à un nombre croissant d'intervenants.

L'activité en primaire a été dynamique et les « liquidity events », autrefois assez rares, font désormais partie du quotidien de la classe d'actif. Nous continuons de penser que les marchés de la dette hybride et subordonnée restent sources de valeur.

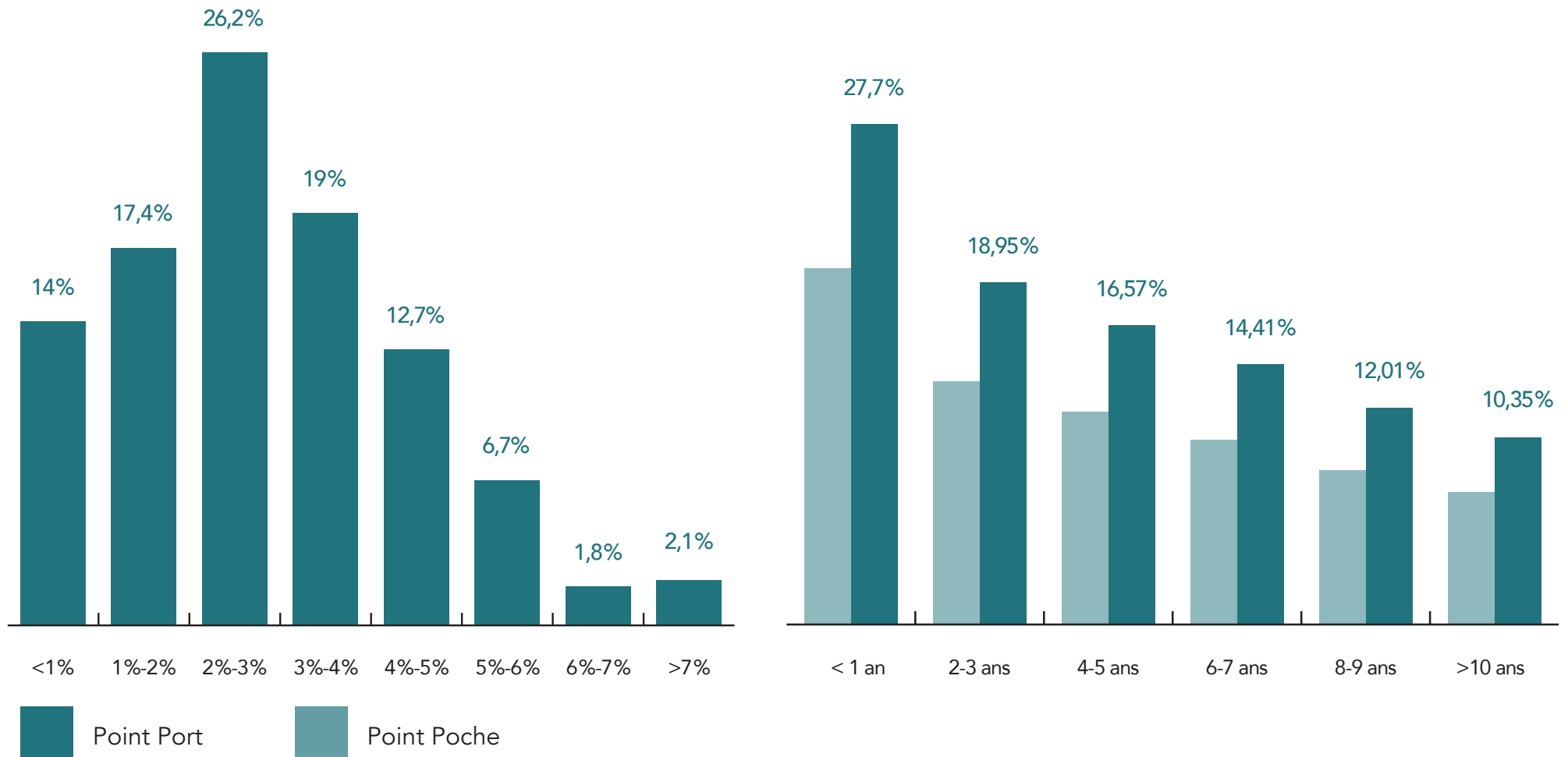
Toutefois, nous pensons qu'elle proviendra demain davantage de la discipline dans la sélection des crédits que d'une exposition en « bêta » à la classe d'actif. La sélection de crédits sains et l'analyse de la valeur relative des titres dans la structure de capital va redevenir primordiale.

PORTEFEUILLE & DEAL PIPE

Le portefeuille garde aujourd'hui encore la marque de la situation « distressed » qui a prévalu lors de sa constitution. Le marché était alors très fragmenté, peu profond et il était difficile de constituer des lignes importantes par émetteur. Saisir l'opportunité du moment nécessitait d'ouvrir le portefeuille au maximum d'emprunteurs sur lesquels existait un bon niveau de confort crédit.

Mais aujourd'hui, avec un portefeuille de plus de 75 lignes obligataires différentes, et à l'aune d'un marché secondaire plus actif, il est devenu indispensable de passer à une phase de gestion « dynamique » des lignes.

CYCLES & ILLIQUIDITÉ À L'INTÉRIEUR DES CLASSES D'ACTIFS



RENDEMENT ET MATURITÉ AU FIRST CALL DES TITRES EN PORTEFEUILLE

Une analyse exhaustive du portefeuille devra donc être effectuée dans un premier temps avec pour double objectif :

1. La validation de la qualité de crédit des émetteurs, préalable indispensable à leur maintien dans le portefeuille.

La réévaluation du positionnement du fonds dans la « capital structure ». La revue de la documentation permettra d'identifier les priorités attachées aux différents titres (Restricted Payments, Negative Pledge Clauses, Performance Covenants & Forced Calls pour ne citer qu'eux). La « labellisation » des titres de dettes n'a jamais constitué un blanc-seing permettant de s'affranchir d'une due diligence.

Mais aujourd'hui, encore plus qu'hier, la multiplication des labels rend trompeuse toute forme de classification « à priori ». C'est la raison pour laquelle seule une analyse ligne à ligne des différentes documentations permettra d'appréhender les différents risques attachés aux titres.

RENDEMENT ET MATURITÉ AU FIRST CALL DES TITRES EN PORTEFEUILLE

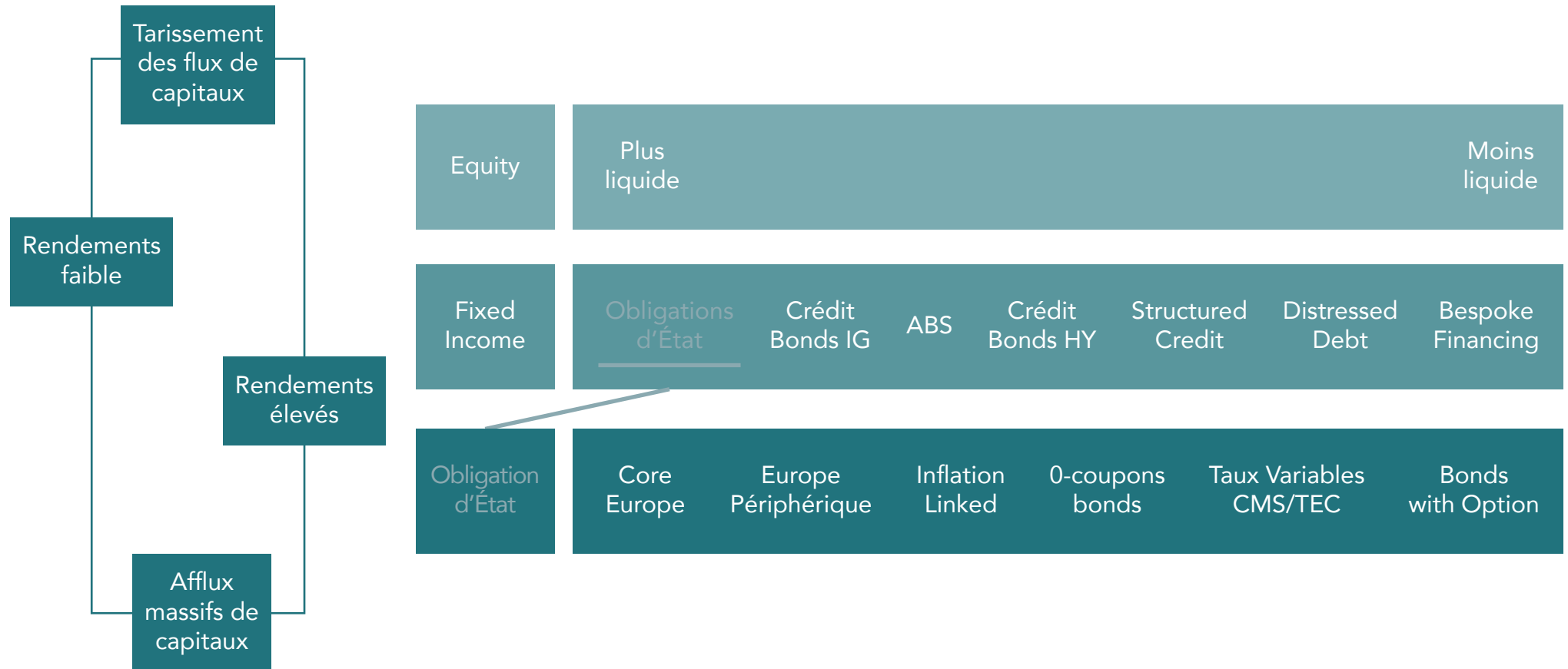
Ceci est tout particulièrement vrai pour la partie, aujourd'hui significative, du portefeuille constituée des titres de dettes Hybride Corporate. La composante financière, qui sera revue elle aussi, reste essentiellement de type Legacy avec un aléa réglementaire que nous estimons réduit, une lisibilité accrue, les deux étant gages de robustesse.

2. L'identification de possibilités d'arbitrage et/ou de relative value exploitant maturité et séniorité des titres dans la structure de capital tout en intégrant aussi les convictions de l'équipe de gestion en matière de duration.

Notre expérience nous a par ailleurs appris que toutes les classes d'actifs, mêmes les plus liquides, peuvent subir de longues périodes d'illiquidité.

C'est tout particulièrement le cas dans l'univers du crédit.

RENDEMENT ET MATURITÉ AU FIRST CALL DES TITRES EN PORTEFEUILLE



CYCLES & ILLIQUIDITÉ À L'INTÉRIEUR DES CLASSES D'ACTIFS

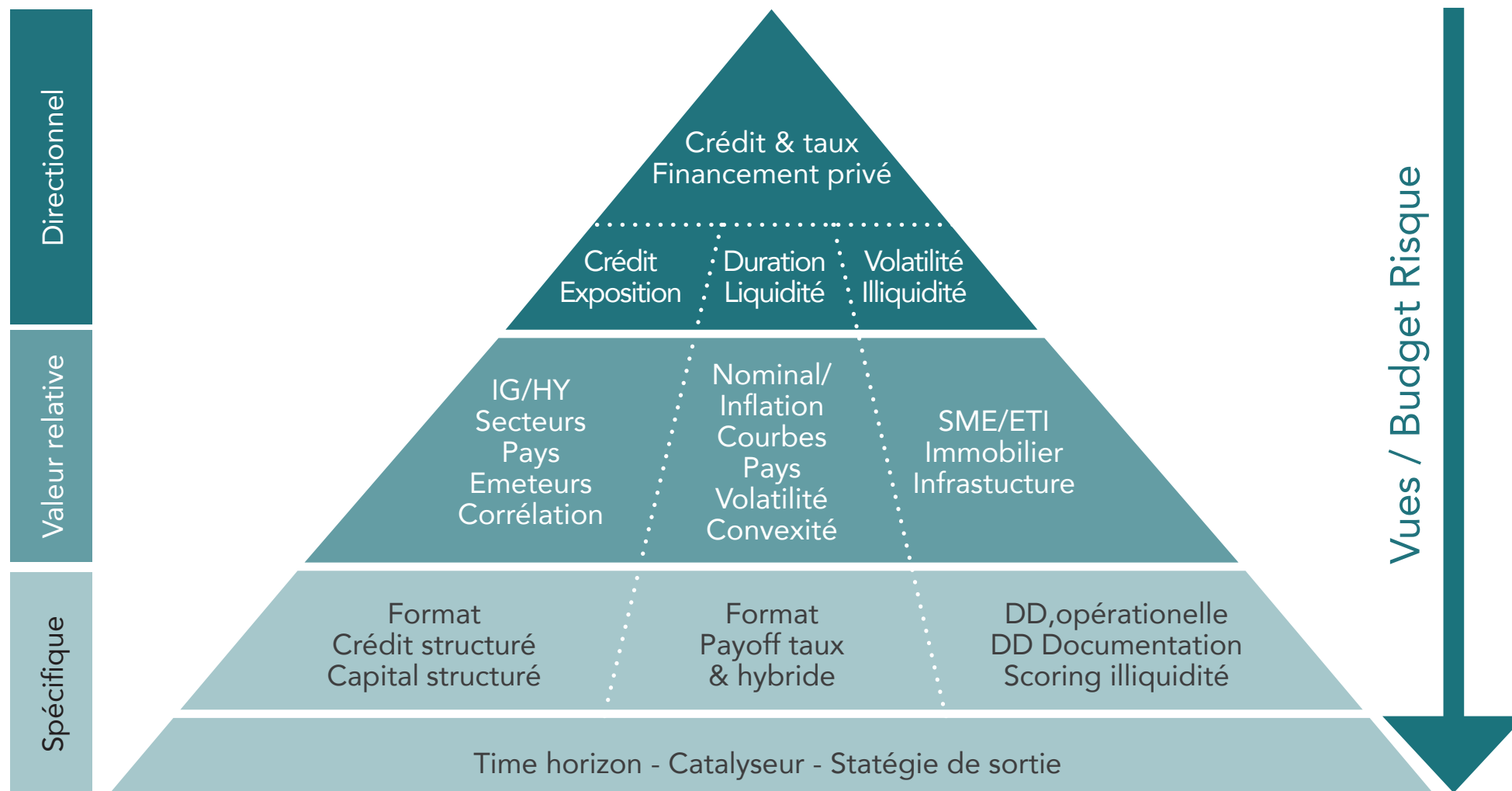
C'est la raison pour laquelle, tout en restant dans les guidelines du prospectus du Fonds, la composition du portefeuille pourra être amenée à évoluer, en fonction des opportunités et des situations spéciales susceptibles d'être offertes par le marché dans les classes d'actifs Fixed Income.

L'APPROCHE DE PORTEFEUILLE

La gestion active du portefeuille devra être structurée autour d'une approche « bottom-up » pour la sélection des titres et « top down » pour l'optimisation de portefeuille.

Les deux principales sources de performance resteront donc la sélection des émetteurs et l'exposition dynamique aux marchés de crédit. La présence du gérant historique du fonds, et son association avec des professionnels sectoriels permettront le maintien de la stratégie.

L'APPROCHE DE PORTEFEUILLE



L'APPROCHE DE PORTEFEUILLE

Le processus « Top Down » démarrera par une analyse des indicateurs macroéconomiques associés à notre univers d'investissement (crédit & taux) afin de formuler nos vues en matière de duration et d'exposition crédit. Un cran plus bas, nous effectuerons une analyse en relative value avec pour objectif d'identifier les classes d'actifs les plus appropriées pour exprimer nos vues directionnelles. À titre d'exemple, c'est à ce niveau que le choix des secteurs, des zones géographiques, des ratings (IG/HY) ou de la forme de l'exposition en taux nominaux ou réels sera effectué. Enfin une analyse spécifique définira les expositions par sous-secteurs, de même que le choix du positionnement dans la structure de capital. Seront aussi pris en considération la capacité de trading, l'horizon d'investissement, la liquidité et les stratégies de sorties possibles.

Un jugement expérimenté peut faire la différence : si le vieil adage dit « No one knows more than the market », ces 20 dernières années nous ont montré que ce que le marché donne, il peut aussi le reprendre ; devenant le théâtre de réévaluations brutales et massives.

L'APPROCHE DE PORTEFEUILLE

Un processus d'investissement discipliné reste indispensable. Le Fonds Crédit Arbitrage est né de la volonté commune du client et du gérant historique du fonds de profiter des conditions « distressed » dans lesquelles se négociaient alors la dette subordonnée bancaire. C'est donc sans surprise qu'il continuera de partager avec les fonds de cette nature un certain nombre d'attributs.

L'APPROCHE DE PORTEFEUILLE

Notamment, en matière de process de gestion avec :

- La définition précise et documentée de l'objectif d'investissement et de la stratégie utilisée pour y parvenir.
- L'identification des causes de la « décôte » (debt rating, market price, economic downturn, near term liquidity issue, crisis of confidence, etc.)
- La mise en place de stratégies réfléchies et scénarisées de sorties.
- La prise en considération de la « faisabilité » des opérations (capital structure, market vs true valuation, liquidité du marché, présence d'autres investisseurs, concentration des positions, etc.)
- La possibilité de « couvrir » et/ou d'arbitrer notre positionnement dans la « capital structure » (Pari-passu securities de maturités différentes, Senior vs Junior, Bonds vs Equity)
- La mise en place de procédures de suivi des positions et de contrôle des risques qui vont au-delà du respect des contraintes de rating et de concentration.

L'APPROCHE DE PORTEFEUILLE

En matière de moyens, cela nécessite la mise en place d'un processus d'investissement « réaliste » qui colle aux réalités pratiques ; à savoir :

- Un screening des situations afin de prioriser les opportunités,
- Une capacité à réagir à des situations volatiles,
- Une méthodologie de valorisation des actifs « time-efficient »

L'APPROCHE DE PORTEFEUILLE

Approche bottom-up: sourcing & process

Prospects «froids»	Prospects «chaud»	Les intermédiaires «payés»
Base de données commerciales le suivi des principales notes de recherches	Nos réseaux respectifs (ancien BG/GS)	Les «Investments Bankers» Les brokers
Le screening des médias pour la recherche des deals»	Les conférences des différentes industries	Les consultants/experts
Recherche internet	Les avocats	
	Les sociétés de gestion	
	Les HF/Private Equity Firm (secondaires ou club deal)	

L'APPROCHE DE PORTEFEUILLE



Triviaire

C A P I T A L



Adresse

75, avenue Paul Doumer
75016 Paris



Téléphone

+33 (0)6 37 30 67 80



E-Mail

contact@triviairecapital.com
www.triviairecapital.com