

BDL Rempart Europe

FCP Long Short Actions Européennes
Code ISIN FR0010174144

Valeur Liquidative au 04/05/2011	124,87
Statut	FCP Diversifié Actions Européennes
Conforme à la directive européenne UCITS III	OUI
Performance 2011	1,25%
Performance 2010	4,57%
Depuis le lancement le 07/09/05	24,87%
Actifs sous gestion (Millions €)	112,6
Exposition brute	126%
Exposition nette	56%
Exposition β ajustée	24%
Volatilité 1 an	4,86%

Top 3 investissements par pondération brute	
HENKEL AG & CO	6,82%
RECKITT BENCKISER GROUP	5,63%
COMPASS GROUP	4,86%

Capitalisation Boursière (Milliards €)	<1	de 1 à 5	>5
Nombre d'investissements	3	21	42

BDL Convictions

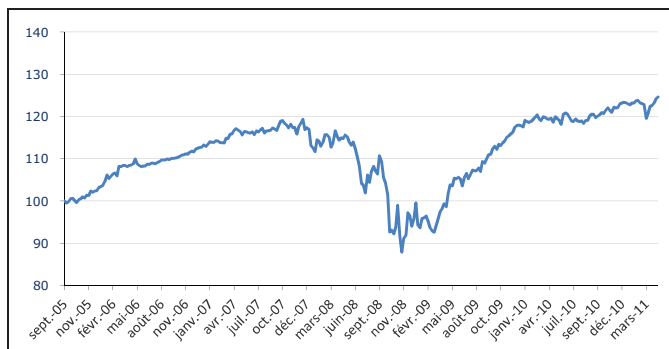
FCP Actions Européennes
Code ISIN FR0010651224

Valeur Liquidative au 06/05/2011	1427,74
Statut	FCP Actions Européennes
Eligible au PEA	OUI
Conforme à la directive européenne UCITS III	OUI
Performance 2011	2,67%
Performance 2010	14,09%
Performance depuis le lancement (12/09/08)	42,77%
Surperformance 2011 (vs stoxx 600)	0,67%
Surperformance depuis le lancement (vs stoxx 600)	42,45%
Exposition brute	96%
Volatilité 1 an	11,76%

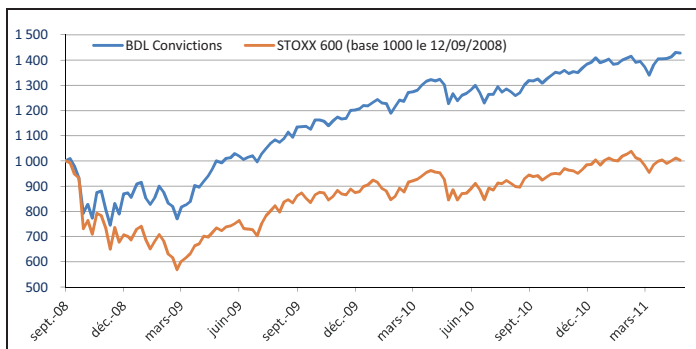
Top 3 investissements par pondération brute	
HENKEL AG & CO	7,03%
RECKITT BENCKISER GROUP	5,88%
COMPASS GROUP	5,05%

Capitalisation Boursière (Milliards €)	<1	de 1 à 5	>5
Nombre d'investissements	3	13	17

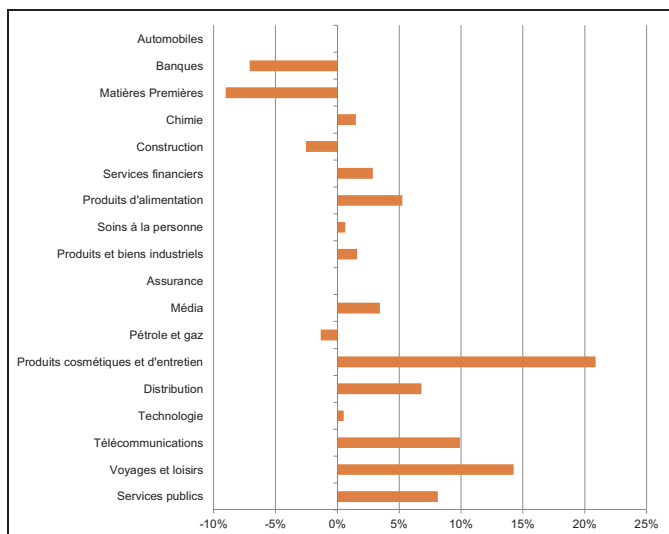
Valeur liquidative hebdomadaire BDL Rempart Europe



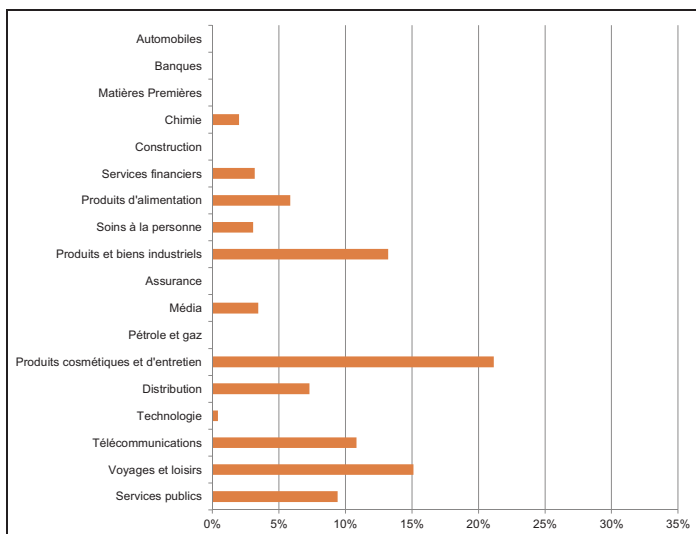
Valeur liquidative hebdomadaire BDL Convictions



Répartition sectorielle BDL Rempart Europe



Répartition sectorielle BDL Convictions



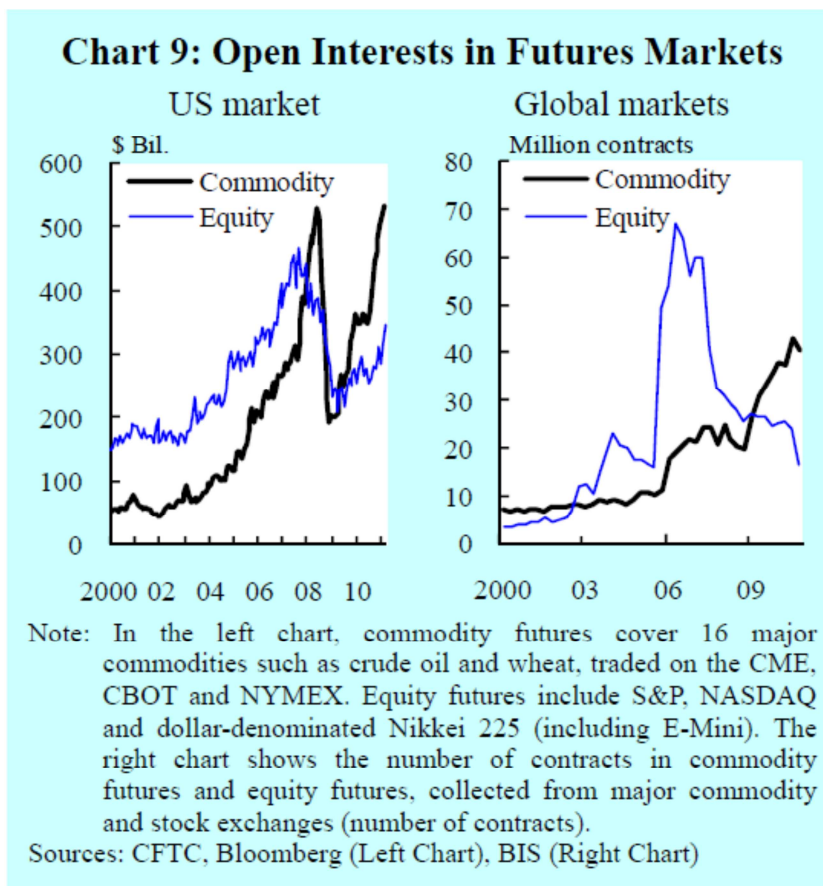
Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures. Nous invitons les investisseurs à prendre connaissance des prospectus des fonds de BDL Capital Management.

Chers co-investisseurs,

Nos fonds BDL Rempart Europe et BDL Convictions sont en hausse depuis notre dernière lettre. Ils ont progressé respectivement de + 1,25 % (au 04/05/2011) et + 2,67 % (au 06/05/2011) depuis le début de l'année contre + 2,00 % pour le STOXX 600 (au 06/05/2011).

D'après la banque centrale du Japon : « les flux d'investissements spéculatifs sur les marchés des matières premières ont amplifié l'intensité de la flambée des prix ».

Dans son étude intitulée «Recent surge in global commodity prices» de mars 2011, dont les graphiques ci-dessous sont extraits, la banque centrale s'inquiète de la financiarisation des matières premières et de l'impact que cela pourrait avoir sur l'économie mondiale.



Par ailleurs, suite à la crise financière de 2008, le gouvernement anglais est devenu le principal actionnaire de deux des plus grandes banques du Royaume-Uni. Il cherche donc à mieux comprendre et réguler ce qui lui appartient. Il a mis en place le Financial Stability Board (FSB) et j'attire votre attention sur le rapport du 12 avril dernier sur les risques liés au développement récent des Exchange-Traded Funds (ETFs).

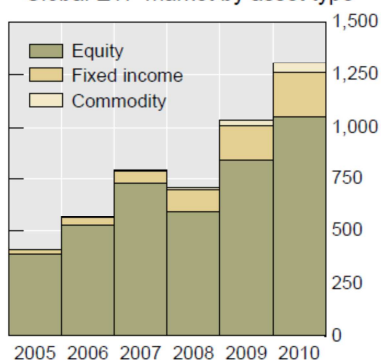
Que dit ce rapport ?

- 1- Le marché s'est développé de façon très rapide, partant de produits très simples ayant pour but de répliquer la performance des indices (S&P 500) vers des ETFs « synthétiques » beaucoup plus complexes mettant en place tous types de stratégies par le biais de produits dérivés.
- 2- Ces produits soulèvent de nouveaux défis en termes de risque de contrepartie et de garantie. De plus, un cas de rachat massif pourrait affecter la liquidité des gestionnaires d'actifs et des grandes banques actives sur ces marchés.
- 3- Les ETFs « synthétiques » se sont développés très rapidement en Europe et représentent 45% de ce marché (graphique de droite). La principale explication vient des synergies générées entre les divisions des banques qui fabriquent ces produits dérivés et leurs filiales de gestion qui les commercialisent (l'approche du régulateur américain est beaucoup plus restrictive).

NDLR : deux des trois plus gros ETFs répliquent des indices de pays émergents. Les ETFs liés aux matières premières sont passés de 6.5 milliards en 2005 à 166 milliards de dollars en mars 2011.

The ETF market: main characteristics and recent trends

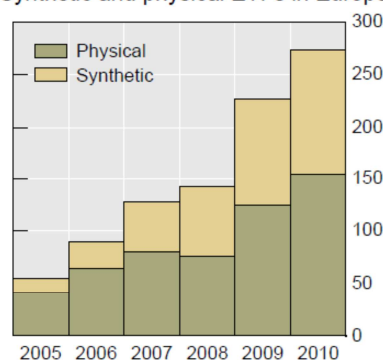
Global ETF market by asset type¹



¹ Assets Under Management, in billions of US dollars.

Sources: Blackrock; Bloomberg.

Synthetic and physical ETFs in Europe¹



- 4- La complexité et l'opacité qui caractérisent ces innovations financières justifient une surveillance accrue. Les investisseurs pourraient bien se retrouver face à des risques qu'ils n'avaient pas anticipés, liés aux conflits d'intérêts de certaines banques qui fabriquent et commercialisent ces ETFs.

Beaucoup d'argumentaires développés pour expliquer la hausse des matières premières et la vente de produits financiers qui s'y réfèrent, reposent sur le déséquilibre classique de l'offre et de la demande. La situation aujourd'hui est semblable aux dernières phases de la bulle internet quand les investisseurs extrapolent les taux de croissance passés et étaient éblouis par les perspectives.

Chez BDL Capital Management, nous n'investissons pas sur les matières premières. Nous avons cependant des investissements à la baisse dans notre fonds BDL Rempart Europe sur la thématique de la bulle immobilière chinoise. En effet, certaines entreprises européennes ont un lien avec les sociétés qui travaillent à la construction d'immeubles et d'infrastructures. Selon nous, l'ogre chinois sera bientôt rassasié, car il consomme déjà plus de 50% du minerai de fer et du cuivre dans le monde pour une part du PIB mondial de 10%.

Investissements :

EDF Energies Nouvelles : Nous sommes actionnaires d'EDF EN car, Paris Mouratoglou, l'actuel PDG et actionnaire à hauteur de 25% avait signé avec l'ancienne équipe dirigeante d'EDF un deal incroyable. Il avait en effet réussi à obtenir d'EDF que tout projet en énergie renouvelable soit d'abord examiné par EDF EN, EDF EN pouvant ainsi garder les projets les plus rentables et les moins risqués ! Bien évidemment, la nouvelle équipe dirigeante devait réparer cette erreur car EDF ne pouvait pas garder uniquement 50% de l'intérêt économique de ces projets via sa participation dans le capital d'EDF EN alors que beaucoup de la valeur ajoutée venait de la maison mère. Nous savions que tôt ou tard EDF serait amenée à racheter les 50% qu'elle ne possédait pas et nous espérions que ce serait le plus tard possible. Les opportunités d'investir dans ce domaine sont en effet nombreuses et rémunératrices lorsque l'on profite du réseau EDF sans avoir à en subir les coûts. EDF vient donc malheureusement de se mettre d'accord avec Paris Mouratoglou pour racheter sa participation de 25%. Nous aurions aimé participer au développement de cette entreprise plus longtemps sous la conduite de Paris Mouratoglou car nous pensons que le prix offert ne reflète pas le potentiel.

Nous sommes désormais actionnaires de l'entreprise qui profite le plus, dans un cadre légal, de l'activité sexuelle et de la dépendance à la drogue ! Je m'explique :

Reckitt Benckiser est le propriétaire de la marque Durex (30% de part de marché mondiale des préservatifs) et l'unique fabricant du Suboxone. Le Suboxone est un médicament qui permet aux personnes ayant du être sous produits opiacés pour des raisons de santé, de combler les effets de manque qui s'ensuivent. Les anciens héroïnomanes qui l'utilisent pour « décrocher » représentent 20% de la clientèle.

Reckitt est aussi le propriétaire des marques de produits de consommation courante comme Vanish, Woolite, Air Wick, Fabulon, Calgon, Finish, St Marc, Harpic, Destop, Cillit Bang. C'est également le propriétaire des marques de médicaments sans ordonnance comme Nurofen, Strepsil, Gaviscon ou de produits de soin comme Clearasil, Scholl, Veet et Steradent.

C'est typiquement le genre de modèle économique dont nous voulons être actionnaires mais dont le cours de bourse est généralement trop élevé pour nos critères.

Deux éléments récents viennent de se présenter pour nous donner une opportunité d'investissement :

- 1- le Suboxone a perdu son brevet en Octobre 2009 et les investisseurs craignent l'arrivée de produits génériques. Ceci aurait pour conséquence la forte réduction de la rentabilité de ce médicament. Or, il s'avère qu'il n'y a toujours pas de produit générique pour des raisons réglementaires très strictes liées à ce type de produit et que Reckitt Benckiser a développé un nouveau moyen d'absorption du produit via un film à mettre sous la langue. Ce film, breveté jusqu'en 2020, facilite la prise par les patients et a déjà substitué la forme classique de cachets pour plus de 40% des patients.
- 2- le PDG, Bart Becht, qui était l'artisan majeur de la réussite de cette entreprise vient de démissionner. Il restera conseiller pendant 18 mois et ne rejoint pas la concurrence. Nous avons beaucoup d'estime pour cette équipe dirigeante et sa forte culture d'entreprise. Nous sommes confiants sur le fait que le nouveau PDG, Rakesh Kapoor, issu d'une promotion interne, déploiera sa stratégie dans la continuité.

Grâce à ces deux événements, le cours de bourse a baissé pour atteindre une valorisation de 8% de FCF/EV sans même tenir compte des profits du Suboxone. C'est désormais notre deuxième investissement le plus important dans nos fonds.

PS: Je tiens à préciser que nous n'investissons toujours pas dans les entreprises pharmaceutiques conformément à notre philosophie de gestion. En effet, nous considérons, que dans cette activité, une part trop importante des profits futurs et donc de la valorisation dépend des médicaments en cours de développement. Reckitt Benckiser ne rentre pas dans ce cas de figure car il n'a pas de laboratoire de recherche et développement en nouvelles molécules.

Hughes Beuzelin et l'équipe de BDL Capital Management

Lettre rédigée le 9 mai.

Recent surge in global commodity prices, Bank of Japan review,
http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2011/data/rev11e02.pdf

Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs), Financial Stability Board
http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412b.pdf