

P.1 **Edito**

Il vous donnera notre avis sur les perspectives du non coté en France et l'actualité d'OTC AM.

P.2 **L'actualité des fonds**

Cette rubrique vous donne de façon détaillée les valeurs liquidatives et les performances du fonds.

P.3 et 4 **Les faits marquants**

Retrouvez tous les mouvements significatifs intervenus au cours du semestre écoulé.

En quatorze séances, du 22 juillet au 11 août, le CAC 40 a perdu 20% de sa valeur, passant de 3 843 à 3 090 points. Techniquement, on peut considérer qu'une telle baisse constitue un krach financier. L'indice parisien a connu la plus longue série de baisses de son histoire : onze séances d'affilée dans le rouge !

A l'origine de cette crise, une conjugaison de facteurs d'origine américaine et européenne : indicateurs de croissance préoccupants, second plan d'aide à la Grèce confronté à des problèmes de solvabilité à moyen terme, craintes sur les dettes souveraines relayées par les agences de notation, confusion politique pour remédier à la situation ... Et pour couronner le tout, quelques déceptions au moment des publications semestrielles du côté des grandes entreprises cotées.

Si le non coté est une classe d'actifs faiblement corrélée à court terme aux fluctuations des marchés boursiers, il faut néanmoins rester prudent sur les impacts réels qu'aura cette crise. Elle ne touche pas directement les valorisations des PME non cotées (ou cotées à faible flottant) mais elle peut peser à terme sur leur croissance. C'est ainsi que nous restons vigilants en privilégiant le financement de PME leaders

Edito



**EDITORIAL**  
**Jean-Marc Palhon**  
Directeur Général

sur leur marché ou en position de le devenir. Parce que, oui, nous restons convaincus qu'il faut continuer à aider les PME françaises en leur apportant les capitaux nécessaires au financement de leur croissance. Plus important employeur en France, les PME traditionnelles ou innovantes ont besoin de soutien financier pour continuer à créer de la valeur. Classée 1er acteur français en nombre de PME financées en 2010 <sup>(1)</sup>, OTC AM a maintenu un rythme d'investissement soutenu au 1<sup>er</sup> semestre 2011 en privilégiant des entreprises à des stades de développement avancés, disposant d'historiques d'explo-

tation réels et d'actifs tangibles. Quant à l'ancienne génération de nos Fonds, OTC Innovation 1 et 2, ils ont déjà remboursé 75% de leur valeur d'origine, hors avantage fiscal, et OTC Innovation 1 s'apprête à réaliser dans un environnement de sortie peu dynamique une seconde distribution en fin d'année grâce aux sorties réalisées.

(1) selon 2 sources indépendantes : Private Equity Magazine et l'Indicateur Chausson Finance - février 2011



# Un été marqué par une nouvelle crise économique et financière

# L'actualité des fonds

## 1. VALEURS LIQUIDATIVES ET PERFORMANCES AU 30.06.2011

	Date de création	VL 31.12.2005 en €	VL 31.12.2006 en €	VL 31.12.2007 en €	VL 30.06.2008 en €	VL 31.12.2008 en €	VL 30.06.2009 en €	VL 31.12.2009 en €	VL 30.06.2010 en €	VL 31.12.2010 en €	VL 30.06.2011 en €	Perf. depuis l'origine
<b>CHORUS CAPITAL 1 PUR</b>	08/08/2005	10 023,46	10 060,30	10 187,23	9 924,92	9 355,82	9 736,38	9 838,98	9 146,21	12 358,18	12 022,73	+20,23 %
<b>CHORUS CAPITAL 1 MIXTE</b>	08/08/2005	10 000,00	10 174,15	9 757,61	9 250,94	8 671,62	8 729,92	8 547,40	7 917,84	8 587,22	8 465,19	-15,35 %

Les performances passées ne préjugent par des résultats futurs et ne sont pas constantes dans le temps.

### À SAVOIR

Les fonds sont valorisés deux fois par an, au 31 décembre et au 30 juin, les valeurs liquidatives sont attestées par le Commissaire aux comptes des fonds, le cabinet Ernst & Young.

## 2. ALLOCATIONS AU 30.06.2011 (EN % DE L'ACTIF NET DU FONDS)

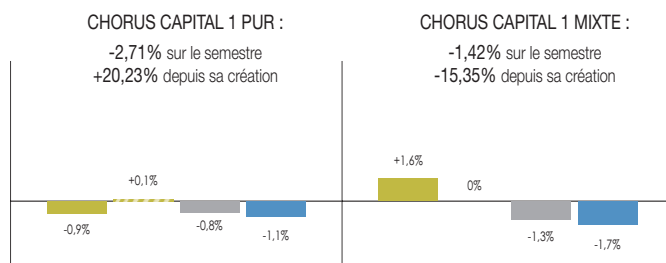
	Sociétés non cotées	Sociétés cotées	Gestion libre (OPCVM)	Monétaire
<b>CHORUS CAPITAL 1 PUR</b>	36 %	2 %	34 %	28 %
<b>CHORUS CAPITAL 1 MIXTE</b>	57 %	1 %	39 %	3 %

## 3. MOUVEMENTS SIGNIFICATIFS AU 30.06.2011

Aucun

## 4. L'ANALYSE DU SEMESTRE

**Vous trouverez ci-dessous les attributions de performances par classes d'actifs <sup>(1)</sup> :**



**Sociétés non cotées :** Dans un contexte économique toujours fragile, sont à noter :

Contributions négatives pour Chorus Capital 1 Pur et Mixte :

- Olfo

Contributions positives pour Chorus Capital 1 Pur et Mixte :

- PCKado

- Dupli-Print

**Sociétés cotées :** Après un début d'année 2011 porté par un mouvement de réallocation d'actifs vers les actions et une hausse relative des indices boursiers, les perspectives macroéconomiques ont tendance à se dégrader dans les pays occidentaux. Les risques sur les dettes souveraines en Europe et aux Etats Unis continuent à peser fortement sur les marchés financiers et notamment sur les actions. Les sociétés cotées subissent un environnement macroéconomique perturbé et la forte volatilité des cours traduit une hausse de l'aversion au risque.

**Gestion libre :** Voir partie 7 pour l'analyse détaillée de la gestion libre des fonds Sunny AM.

**Autres** (comprend les frais de gestion, la rémunération de la trésorerie, autres résultats financiers...)

### Zoom sur Olfo

Olfo a connu une baisse de ses marges en raison d'une diversification hasardeuse dans l'e-commerce sur catalogue et d'un environnement concurrentiel agressif. En parallèle, elle a vu se réduire fortement son activité très rentable de « lead generation » en raison de la baisse de la pression concurrentielle dans le domaine des télécom. Le niveau d'activité global de la société se maintient néanmoins. La provision passée ramène la valorisation de la société à un niveau en ligne avec les nouvelles perspectives.

# au 30 juin 2011

## 5. SOCIÉTÉS NON COTÉES EN PORTEFEUILLE

SOCIÉTÉS	ACTIVITÉS
OLFO	Ventes privées sur internet
AGRAUXINE	Produits naturels innovants pour la gestion des cultures
DOCSEA	Logiciels dédiés au secteur maritime
ELBEE	Site de ventes en ligne spécialisé dans l'équipement de la maison (delamaison.fr)
GROUPE DUPLI-PRINT	Impression numérique industrielle
IMMINENCE	Plate-forme online d'échange de mandats pour des transactions immobilières inter-agences
INTERATLAS	Création et exploitation d'images aériennes en haute définition
NOVACOM ASSOCIÉS	Agence conseil en communication interactive
PCKADO	Vente de produits informatiques et high tech reconditionnés ou d'occasion sur internet
RBS	Edition de logiciels d'entreprises

## 6. SOCIÉTÉS SORTIES DU PORTEFEUILLE

SOCIÉTÉS	ACTIVITÉS
FUGAM	Ventes sur internet

## 7. LA GESTION LIBRE

### 7.1 Analyse et Stratégie par Sunny Asset Management

#### ANALYSE

##### > ECONOMIE

Aux Etats-Unis, le second plan d'assouplissement monétaire de 600 milliards de dollars mis en œuvre par la Banque centrale américaine (FED) a pris fin le 30 juin 2011 et s'est soldé par un échec puisque le seul résultat tangible aura été d'augmenter le prix des actifs risqués (actions US +30% depuis l'annonce) et le prix des matières premières (pétrole +40%) tout en affaiblissant le dollar et en créant de l'inflation importée.

En revanche, les effets sur l'économie réelle se révèlent être décevants :

- **Croissance du 1er semestre 2011 installée sous les 1%** (0.4% au 1er trimestre et 1% au second trimestre) alors que les prévisions étaient supérieures à 3% en début d'année. Sur le premier semestre 2011, la demande intérieure finale a évolué sur une pente de 0.5% l'an alors que sa tendance historique mesurée sur les trente dernières années (récessions comprises) est de 2.7%.
- **L'immobilier replonge** (baisse des prix et chute du nombre de transactions). A l'échelon national, la correction est plus forte que durant la crise des années 30, selon R. Shiller, la baisse du prix des maisons avait été de 26% de 1928 à 1933, cette fois-ci depuis le pic de 2006, la baisse cumulée est de 40% en terme réel.
- **Le chômage ne parvient pas à reculer** car le secteur privé ne crée pas suffisamment d'emplois.
- **L'inflation s'accélère dans les pays émergents principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis ainsi que chez les exportateurs de pétrole** (ex : Chine 5.9%, Russie 14.1%, Brésil 5.7%, Inde : 8.3%, Arabie Saoudite 9.9%, Venezuela 30.4% ...)

La cause première du hard landing est donc à chercher dans cette ponction sur le pouvoir d'achat d'un consommateur déjà mis sous pression dans son emploi et son patrimoine.

Le plus grave étant qu'il n'existe plus de marge de manœuvre ni pour la FED qui est devenue le 1er détenteur de dette américaine grâce aux « expériences monétaires » de M. Bernanke, ni pour le gouvernement américain qui ne peut plus compter sur un énième

plan de relance puisque la négociation sur la baisse des dépenses et le relèvement du plafond de la dette fédérale a conduit l'Etat au bord du défaut de paiement.

**La situation en Europe aura permis aux Etats-Unis d'allumer un contre feu** puisque à peine un an après avoir sauvé la Grèce de la faillite, l'Europe et le FMI ont été contraints de lui porter à nouveau assistance. La Grèce ne pouvait plus se financer par elle-même en raison d'un déficit et d'un accroissement de la dette publique supérieure aux projections réalisées. Or, le banquier de l'Europe, l'Allemagne en l'occurrence, aura obtenu des garanties plus solides de la part de ses débiteurs (plus d'austérité et cession d'actifs publics) et une plus juste répartition des efforts en faisant participer les créanciers privés (les banques, compagnies d'assurance et caisses de retraite).

La Chine, dont les réserves de change ont atteint 3 000 milliards de dollars contre à peine 200 milliards 10 ans auparavant (x 15 !) va porter assistance à ses gouvernements locaux pour la modique somme de 463 milliards de dollars, ce qui correspond à l'échelle des USA (équivalent à 3 fois le PIB chinois) à 1.5 fois le TARP voté en urgence au plus fort de la crise financière. L'explosion de la masse monétaire chinoise liée au stimulus massif décidé en 2008 par le gouvernement central a provoqué un déferlement de prêts qui s'est dirigé vers les infrastructures et l'immobilier. Les effets combinés de cette politique n'ont pas tardé à se faire sentir :

- Créances douteuses (provinces locales criblées de dettes irrécouvrables)
- Une inflation qui se diffuse dans toute l'économie (salaires, denrées alimentaires, immobilier, matières premières ...).

Comment un pays qui croit à hauteur de 9% à 10% l'an peut-il maintenir des taux d'intérêt réels négatifs de 2% (au minimum car l'inflation est sous estimée par le pouvoir central) tout en laissant la masse monétaire croître de 20% à 25% en rythme annuel ?

##### > PERSPECTIVES

Nous avons attiré votre attention sur 3 thèmes qui nous paraissent receler les germes d'une déstabilisation potentielle des marchés :

- **Le problème de solvabilité de certains Etats européens** et les sacrifices douloureux qui n'ont pas été faits,
- **La situation américaine** avec une politique monétaire et budgétaire conduisant à une impasse et la « remise en cause de la crédibilité de la FED à venir ».
- **Les pressions inflationnistes dans les pays émergents** du fait de l'accumulation de réserves de change visant à éviter une trop forte appréciation de leurs devises pour maintenir leur compétitivité.

Il est frappant d'observer le comportement paradoxal voire schizophrénique des marchés qui croit en la **compatibilité entre des mesures d'austérité exceptionnelles** pour lutter contre les déficits avec une **reprise économique pérenne** obtenue exclusivement à partir des stimuli budgétaires après la récession provoquée par la crise du crédit. **Le caractère irréaliste de ces attentes ne manquera pas de ramener les marchés sur terre car aucun économiste sérieux ne peut croire que la cure d'austérité promise pour rétablir les finances publiques sera sans effet récessif**, à moins de donner à la stabilité des taux et à la hausse des profits des vertus sans rapport avec la réalité.

« Les excès de la sphère financière, nés du partage inégal des gains de productivité et de la nécessité de soutenir la demande des ménages par l'enrichissement patrimonial virtuel, ont sapé les fondements de la phase d'expansion effectivement issue de la révolution numérique, qui vient donc de tourner court... au moins pour l'Occident.

Ce débat n'est pas seulement théorique. Il est au contraire de première importance opérationnelle car sa conclusion dessine la perspective de long terme dans laquelle doit s'inscrire toute prévision. Selon que l'on accorde ou non une place prépondérante à la question des revenus, la reprise récente est ou n'est pas du tout l'amorce d'une véritable sortie de crise. »

J. Ninet. Réflexions sur la prospective en usage dans l'industrie financière.

**La crise des dettes souveraines européennes a jusqu'à présent créée une illusion de sécurité sur le dollar et le marché obligataire américain.** Or, les défis auxquels doivent faire face les USA sont bien réels :

- Moteurs de la croissance durablement cassés : l'économie américaine a créé depuis 20 ans 1 USD de richesse pour 5 USD de dette et doit à présent se désendetter.
- Gestion d'un déficit budgétaire et d'un endettement public abyssal.
- Marges de manœuvre budgétaire et monétaire devenues inexistantes.

**La frénésie avec laquelle les investisseurs s'arrachent les titres obligataires de l'Etat américain qui, ajustés de l'inflation, offrent un rendement négatif** (-3.5% à 1 an, -3.40% à 2 ans, -2.60% à 5 ans, -1.40% à 10 ans, 0% à 30 ans) nous appelle à la plus grande vigilance. En effet, la seule justification de cet investissement serait à présent de considérer que le marché obligataire américain serait le seul réceptacle suffisamment liquide

pour absorber les milliers de milliards de dollars en quête de placement.

**La fragilité d'un tel raisonnement qui n'a aucun fondement économique** nous conduit à nous méfier du comportement grégaire de certains investisseurs qui voudraient faire croire qu'il n'existe pas d'alternative crédible au dollar US. La médiocrité des résultats de l'économie américaine après des plans de relance monétaire et budgétaire sans précédent révèle une faiblesse intrinsèque du dollar et de son marché obligataire et constitue une bombe à retardement prête à éclater.

## STRATÉGIE

**La stratégie prudente** (33% d'actions) mise en place en début d'année appelle les commentaires et les ajustements suivants : **notre lecture macroéconomique nous fait privilégier une stratégie défensive basée sur la recherche du rendement (obligations de maturité inférieure à 4-5 ans) ainsi que le maintien d'une forte pondération en or et une position action réduite.**

S1 2011	Commentaires	S2 2011
<b>Sélection d'emprunts privés</b> à haut rendement de maturité courte (inférieur à 4-5 ans) et <b>sélection de titres hybrides bancaires</b> pour profiter du changement de réglementation (Bâle 3).	Les titres du secteur bancaire ont souffert en raison de la crise des dettes souveraines européennes. Leur maintien se justifie car les choix se sont portés sur les émetteurs les plus solides (BNP, BPCE...) sur des maturités courtes (2013 en général).	Investissement et exposition maintenus en dépit de la volatilité inhérente à certaines signatures. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tx de rendement de la partie obligataire : 11%.</li> <li>• Durée de vie moyenne : 4 ans.</li> </ul>
<b>Poste Or</b> : mines d'or (moyennes capitalisations pour bénéficier du mouvement de consolidation sur ce secteur).	Les politiques monétaires laxistes et les crises des dettes souveraines justifient une forte pondération sur cette thématique. La perception que l'or devient l'instrument de réserve ultime gagne du terrain chez les investisseurs.	<b>Ajustement des positions en augmentant l'exposition sur la thématique (20%).</b>
<b>Participation à la hausse des taux sur emprunts d'Etats</b> (prise en compte par les marchés du risque inflationniste et réappréciation du risque souverain). <b>Positions vendeuses de GILT (10 ans UK) 2 ans US.</b>	<b>Nos positions vendeuses ont souffert</b> , toutefois les fondamentaux ne sont pas remis en cause et les taux d'intérêt devront s'ajuster (-3,40% de rendement réel sur les taux à 2 ans US !)	Maintien des positions en raison de la fragilité des chiffres de la croissance américaine et du niveau des rendements actuels.
<b>Actions</b> : Prédilection pour le secteur pétrolier et les services pétroliers (redémarrage d'un cycle d'investissement, valorisations attractives, hausse des cours du pétrole)	Le secteur pétrolier et des services pétroliers ont bénéficié de performances solides au S1 2011. Les marchés américains sont richement valorisés, selon le P/E calculé par l'économiste R Shiller, celui-ci est de 19,3 contre une moyenne historique de 15.	La dégradation prévisible des chiffres macroéconomiques nous conduira à réduire l'exposition actions.

Depuis notre création, nous avons financé **120 PME**

Qui ont doublé leurs chiffres d'affaires

Qui ont augmenté leurs effectifs de 50%

## 7.2 Focus

En % de l'actif net du fonds	Sociétés non cotées	Sociétés cotées	Gestion libre (OPCVM)	Monétaire
<b>CHORUS CAPITAL 1 PUR</b>	36 %	2 %	34 %	28 %
<b>CHORUS CAPITAL 1 MIXTE</b>	57 %	1 %	39 %	3 %

	FCP Sunny		
	Sunny Euro Strategic	Sunny Tactic	Autres
<b>CHORUS CAPITAL 1 PUR</b>	12,0 %	11,0 %	11,0 %
<b>CHORUS CAPITAL 1 MIXTE</b>	14,5 %	13,5 %	11,0 %

ZOOM SUR LA COMPOSITION DES FCP SUNNY (en consolidé)		
	%	PRINCIPALES POSITIONS
<b>ACTIONS</b>	<b>33 %</b>	
Dont Europe / International	26 %	Alcatel, Vallourec, Bourbon, Veolia Environnement, Lagardere
Dont Mines d'or	7 %	Goldcorp, Detour Gold
<b>COUVERTURE</b>	0 %	OPCVM : URAM Gold Allocator, Dynamic Precious Metals
<b>EXPOSITION NETTE ACTIONS</b>	<b>33%</b>	
<b>OR PHYSIQUE</b>	<b>2 %</b>	ETF
<b>TAUX</b>	<b>60 %</b>	BFCM 4,47% 2015, Tereos 6,37% 2014, Wendel 4,87% 2016, SG 5,42% 2013, Casino Perp., Bolloré 5,37% 2016, Iliad 4,87% 2016, Pernod 7% 2017, Reverses Convertibles (Carrefour, Bouygues, Valeurs Telecom)
Exposition à la hausse des taux		Vente d'emprunts d'Etat UK 10 ans et d'emprunts d'Etat US 2 ans
<b>MONETAIRE</b>	<b>5 %</b>	OPCVM OFI TRESOR + , BTAN 2011



OTC ASSET MANAGEMENT

79 rue la Boétie • TÉL. : 33 (0)1 53 96 52 50  
 FAX : 33 (0)1 53 96 52 51 • www.otcam.com  
 Société de gestion de portefeuille  
 Agrément AMF n° GP 01-033 - S.A. au capital de 300 000 €  
 RCS Paris B 438 749 962