

Absolute return avec obligations convertibles

par Nils Lesser, Chief Investment Officer Convertinvest Financial Services



« Surtout dans l'environnement difficile actuel, notre approche Absolute return est soutenue par une forte convexité des obligations convertibles sur le marché européen. »

NILS LESSER

Crise économique de 2008, défiance des investisseurs sur la capacité des Etats à honorer leur dette et lenteur des pays de la zone à mettre en place les réformes nécessaires : autant de raisons ayant pesé sur les performances du marché Européen. Même si les perspectives de long terme semblent aujourd'hui meilleures, nombreux investisseurs privilégient les fonds Absolute Return pour se réexposer aux marchés européens. En effet, affranchis des contraintes de Benchmarks, ces fonds ont pour seul objectif de produire une performance positive, quelle que soit l'évolution des marchés. Si de nombreux fonds Absolute Return sont investis en actions, en obligations ou en options, peu de fonds proposent cette stratégie sur la classe d'actifs convertibles. Pourtant Convertinvest a décidé de le faire depuis 2002 dans le fonds European Convertible & Bond Fund (D) (ISIN : AT0000674981), car les convertibles sont l'instrument parfait pour l'investissement Absolute Return.

Convexité, gamma, ces notions désignent le fait pour un actif d'offrir à l'investisseur une plus grande participation à la hausse que de risque à la baisse et par définition c'est ce qu'offre l'obligation convertible. L'obligation convertible est avant tout une obligation : l'investisseur est créancier de l'entreprise émettrice. Cependant, il dispose d'un droit de

conversion en actions. Autrement dit, il dispose de la possibilité sur simple demande de sa part d'abandonner ses privilèges de créanciers pour devenir actionnaire de la société émettrice à des conditions prévues à l'avance. Concrètement plus l'action monte, et plus le porteur a intérêt à demander la conversion : le prix de la convertible est surtout dépendant de la parité (valeur de conversion). Inversement, si jamais l'action baisse, la probabilité de conversion diminue également mais le porteur conserve son privilège de créancier : l'obligation convertible est valorisée comme une obligation classique. De ce fait, elle dépendra de moins en moins du prix de l'action mais de plus en plus du niveau des taux d'intérêt, des spread de crédit, et de sa durée.

Une bonne gestion du delta est la clé d'une participation à la hausse du marché action avec une convertible, mais le delta peut aussi être utilisé pour limiter le risque baissier en le réduisant au moment opportun. Ainsi lors de chutes du marché action, il est possible d'alléger le risque action d'un portefeuille en réduisant les positions à fort delta.

La gestion d'un fonds Absolute return d'obligations convertibles doit donc être active, et ainsi toujours viser à avoir un delta approprié aux phases de marchés. Une gestion active permet d'augmenter la convexité du fonds et ainsi amortir les phases de volatilité du marché. Dans un marché haussier il faudra augmenter l'exposition du portefeuille au marché action afin de profiter au maximum de cette hausse. Cette exposition au marché est exprimée par le bêta de l'action sous-jacente.

Le bêta ou coefficient de corrélation de la volatilité d'un actif avec le marché ou un index, permet d'apprécier le risque de marché d'un actif. Cette mesure est utilisée dans le modèle MEDAF (ou CAPM en anglais) qui vise à construire une ligne de rendement d'un actif basé sur ce bêta.

Le bêta permet une appréciation plus

fine des risques du marché, couplé au delta expliqué ci-dessus, il donne une appréciation relativement précise des risques (et opportunités !) dont fait face un fonds à une date donnée.

En sus de l'exposition action, l'obligation convertible possède une composante obligataire délivrant un coupon et assurant un prix plancher théorique. Ce plancher obligataire est susceptible de varier au cours de la vie de la convertible ou de son environnement, c'est le risque de taux. Dans l'environnement actuel des marchés européens, taux d'intérêts au plus bas, risque croissant, politiques monétaires insuffisantes, marché action peu performant, la gestion du risque de taux devient une priorité.

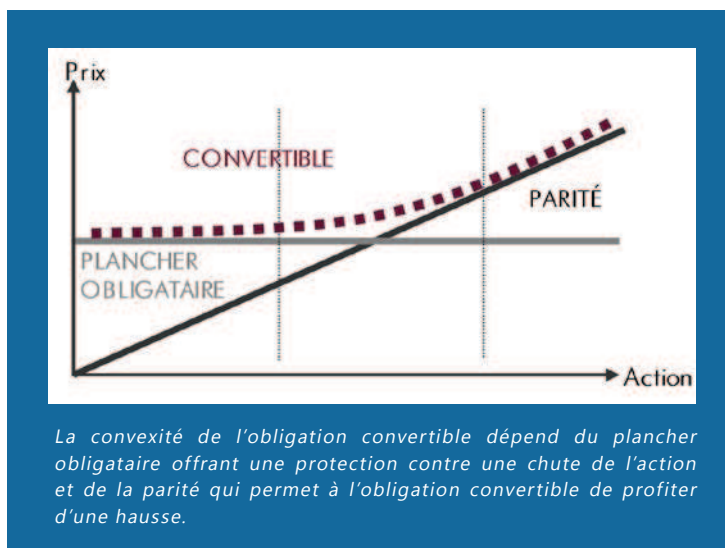
La valeur d'une obligation classique

protection en cas de rachat (takeover), compensation en cas de paiement des dividendes aux actionnaires, prime de rachat. Toutes ces caractéristiques jouent en faveur du détenteur et le protège dans les cas extrêmes. Les obligations convertibles sont issues d'un marché mature et qui a eu le temps de s'adapter aux investisseurs et à leurs attentes.

L'obligation convertible est donc un produit unique, avec un profil convexe qui peut s'adapter à tous les types de marché. Bien entendu si la théorie est aussi réjouissante, la classe d'actifs convertible n'échappe pas non plus à la réalité du marché quand il entre dans des phases de dislocation extrême. La volatilité à court terme se tend

alors mais ces phases se sont historiquement révélées être de très intéressantes opportunités d'investissement. Les fonds de CONVERTINVEST, société de gestion Autrichienne et leader de la gestion Absolute return avec convertibles depuis 11 ans, sont gérés de manière à maximiser l'asymétrie de cette classe d'actifs. La gestion active du delta permet au fonds European & Convertible Bond Fund de pouvoir s'adapter précisément à toutes les phases

de marché et ainsi d'augmenter la convexité du fonds. Sa durée moyenne est inférieure à 2 ans, ce qui limite fortement l'exposition aux fluctuations des taux. Enfin les investissements sont uniquement réalisés dans des sociétés Investment Grade (ou avec une qualité de crédit similaire) européennes, qui témoignent d'une forte solidité de crédit, de même qu'une forte liquidité, même dans un environnement difficile. Il en résulte un produit très défensif avec une volatilité exceptionnellement basse de moins de 4% par an et une performance annualisée depuis sa création de 3,65%*, ainsi ce fonds est principalement adressé à des investisseurs institutionnels qui veulent profiter de la performance du marché actions sans en prendre les risques dans les périodes difficiles.



est dépendante du taux d'intérêt prévalant sur le marché. Ainsi, si les taux augmentent, le prix de l'obligation diminue et il en va de même pour le plancher obligataire de l'obligation convertible. Bien que ce plancher soit moins sensible aux variations de taux du fait de sa convertibilité, il faut maîtriser ce risque. Pour éviter une telle baisse de prix lors d'une hausse des taux, le gestionnaire doit garder la durée de l'obligation convertible au plus bas. La durée est synonyme de risque, plus elle est élevée, plus le risque encouru est grand, le moyen pour limiter le risque de taux est donc d'alléger son portefeuille des titres possédant un rho élevé.

En plus de ces avantages, les obligations convertibles sont des produits uniques par leur structure singulière : réductions sur nouvelles émissions, call retardé de l'émetteur,

* Données valables au 28/05/2013 pour un investisseur particulier. Le fonds a été créé le 01.07.2002.