



# Interview du gérant



**Benoît Soler**  
Gérant-Analyste,  
Responsable du pôle  
High Yield

## Obligations à haut rendement, un travail d'orfèvre

**2010 devrait être une belle année pour les obligations High Yield. Le marché continue de se développer rapidement en Europe et propose des opportunités de placement de plus en plus nombreuses. Encore faut-il être très attentif à la sélection des titres. Une tâche délicate à laquelle se consacrent Benoît Soler et son équipe dans le cadre de la gestion de Saint-Honoré Signatures Plus, fonds pionnier sur le marché euro High Yield.**

### Quelle est l'évolution de la classe d'actifs des obligations High Yield depuis son apparition aux États-Unis ?

Les obligations à haut rendement (*High Yield*) se distinguent des titres *Investment Grade* par un potentiel de rendement supérieur impliquant un risque de défaut plus important de l'émetteur. Elles sont émises par des sociétés dont le niveau d'endettement est élevé et présentent des notations inférieures à BBB- (catégorie dite spéculative). Alors que le marché existe depuis près d'un quart de siècle outre-Atlantique, les premiers indices européens ne datent que de la fin des années quatre-vingt-dix. Toutefois, la classe d'actifs, sur le Vieux Continent, tend à rattraper une partie du retard pris sur les États-Unis. Les encours sont passés en dix ans de moins de dix milliards d'euros, à 110 milliards aujourd'hui. La tendance se poursuit. Les émissions d'obligations *High Yield* sont en forte croissance actuellement. En 2009, les émissions en euro ont atteint près de 25 milliards, et nous attendons encore entre 25 et 40 milliards en 2010. Le décalage historique entre les deux zones économiques, qui sont

de poids similaires, trouve son explication dans les habitudes de financement des sociétés. Les entreprises européennes préféreraient traditionnellement se financer en recourant aux emprunts bancaires, tandis que les américaines ont un accès plus facile à la dette publique. Aujourd'hui, en Europe, non seulement les banques cherchent à placer des titres dans le public, mais les chefs d'entreprises eux-mêmes veulent diversifier leurs sources de financement. Ainsi, nous voyons apparaître beaucoup de nouveaux émetteurs en euro. Nous en recensons actuellement environ 200, situés en Zone Euro, mais aussi en Europe de l'Est, au Royaume-Uni ou encore en Afrique du Sud. Le marché est donc aujourd'hui bien diversifié et offre de nombreuses opportunités même en excluant les titres les plus risqués.

### A moyen terme, de quels éléments positifs la classe d'actifs des obligations à haut rendement profitera-t-elle ?

Le potentiel de cette classe d'actifs est colossal pour plusieurs raisons. En premier lieu, elle pourrait bénéficier de la directive Solvency II. Cette nouvelle réglementation formule, à l'égard des compagnies d'assurance, des exigences en matière de fonds propres en fonction de leur allocation d'actifs. Ainsi le niveau de fonds propres exigés augmente à mesure que l'allocation se fait plus risquée, ce qui ne milite pas en faveur des actions. Certes, le traitement des obligations *High Yield* dans ce cadre réglementaire n'est pas encore définitif. Cependant, compte tenu d'un profil de volatilité historique inférieur à celui des actions, elles devraient se révéler moins consommatrices de fonds propres. De ce fait, les réallocations

potentielles des portefeuilles institutionnels vers les obligations *High Yield* aurait un effet positif pour l'ensemble des investisseurs : l'augmentation des volumes traités plaide en effet en faveur de la liquidité et de l'efficacité d'un marché. De plus, la volonté affichée du ministre de l'économie de faire de la place de Paris un marché de référence sur les obligations d'entreprises européennes libellées en euros est un autre point positif pour la classe d'actifs obligataire. Enfin, la courbe des taux est toujours très défavorable aux investissements à court terme, traduisant une incertitude persistante sur la croissance malgré des résultats d'entreprises satisfaisants. Le segment *High Yield* offre pour sa part un rendement de l'ordre de 8 % à 9 % avec un taux de défaut en net recul, prévu autour de 4 % en 2010. Ajoutons que le marché euro *high yield* connaît une forte expansion, il atteint aujourd'hui 110 milliards d'euro de dette faciale, un chiffre qui devrait rapidement augmenter dans les prochaines années du fait d'une recherche de diversification des sources de financement par les entreprises et d'un retour des émetteurs LBO attendu pour 2010.

### Quels sont les atouts des obligations High Yield ?

Comparé aux actions, les obligations *High Yield* constituent le meilleur moyen de maximiser les distributions de revenus («coupon clipping») tout en minimisant le risque inhérent à une éventuelle dépréciation de la valeur de la société. Leur rendement est fixe, alors que celui des actions est lié aux bénéfices réalisés par l'entreprise. De plus, en cas de défaillance de l'émetteur, le porteur de titre *High Yield* peut espérer une valeur de



recouvrement historiquement proche de 40%\*. Par ailleurs, compte tenu de leur profil hybride, les obligations à haut rendement présentent une corrélation limitée avec les autres classes d'actifs traditionnelles et en particulier avec les obligations souveraines. Au-delà de leur caractère diversifiant, elles bénéficient également du ratio de sharpe le plus élevé : sur les dix dernières années, celui-ci est supérieur à 6 alors qu'il est de -0,28 pour le marché des obligations convertibles et de -2,63 pour les actions. En conclusion, je dirais que les obligations *High Yield* peuvent représenter de 10 % à 15 % d'une allocation diversifiée au profil plutôt défensif, en remplacement d'une partie de la poche actions. Elles peuvent également venir dynamiser une poche obligataire.

### À quels éléments faut-il prêter particulièrement attention en matière d'obligations *High Yield* ?

Dans un premier lieu, n'oublions pas que la classe d'actifs obligataire s'échange sur un marché de gré à gré. Son degré de liquidité, qui reste inférieur à celui des actions, constitue donc une difficulté pour un investisseur qui souhaiterait intervenir directement sur le marché, sans s'adresser à des professionnels de l'investissement. Par ailleurs, après une année 2009 au cours de laquelle le resserrement global des spreads a permis aux investisseurs obligataires de réaliser de fortes plus values, l'année 2010 sera celle de la sélection et du rendement. En effet, dans un contexte où les espérances de gains en capital sont désormais faibles, le vrai point différenciant réside dans le rendement des titres. Il est donc impératif, dans cet environnement plus que dans tout autre, d'examiner attentivement les fondamentaux des sociétés. C'est pour cette raison que nous étudions de manière approfondie l'ensemble des émetteurs que nous sélectionnons en évaluant notamment la stratégie des dirigeants, la cohérence du bilan, la lisibilité des *cash flows* et les risques opérationnels de l'entreprise. De plus, au-delà de la nature et du contexte du marché obligataire, il ne faut pas oublier l'aspect juridique propre à la classe d'actifs : si les obligations *high yield* sont assortis de clauses protectrices (ou *covenants*) importantes, dans chaque pays, le traitement légal réservé aux créanciers obligataires est différent, et les surprises ne sont pas rares. Le dernier point - et non des moindres - appelant à la vigilance provient d'un sentiment de marché qui peut s'avérer trompeur. Prenons l'exemple d'Abengoa, nouvel entrant sur un segment de niche porteur, celui des énergies

renouvelables, et peu connu du grand public. Le titre a été émis fin novembre 2009 à 98% du pair et s'échange aujourd'hui à 107% de la valeur faciale. En revanche, un nom comme Manchester United, bénéficiant d'une exposition médiatique importante, est aujourd'hui en situation délicate. Fin janvier 2010, la société a émis à 98% du pair des titres qui se traitent à présent à moins de 95%. Cette illustration invite à se méfier des idées reçues. C'est pour cette raison que notre équipe se tient à l'écart des modes et des consensus. Elle fonde ses choix d'investissement sur une analyse approfondie des émetteurs et n'investit que dans des titres exprimant ses convictions.

### Comment procédez-vous à la sélection des titres présents dans le portefeuille de Saint-Honoré Signatures Plus ?

Les deux risques majeurs que nous cherchons à éviter sont le risque de défaut et la migration de la dette vers une notation de moins bonne qualité. Notre grille d'analyse comporte une partie quantitative d'étude de différents ratios, comme l'Ebitda par rapport à la dette, ou encore l'*Interest Coverage Ratio* (capacité de la société à rembourser ses intérêts d'emprunts). Vient ensuite la partie qualitative, au cours de laquelle nous analysons la diversification des revenus de la société, les différents types de produits qu'elle commercialise, les qualités des dirigeants... Un exemple, si l'actionariat est familial, il est probable qu'il remettra plus facilement du capital dans la société pour assurer sa pérennité, à la différence de ce que feraient certains actionnaires capitaux investisseurs qui jetteraient l'éponge plus rapidement. Nous essayons également de déterminer si la société est plutôt favorable aux détenteurs de dette ou aux actionnaires. Nous évaluons ainsi chaque émetteur selon une grille rassemblant les différents critères quantitatifs et qualitatifs. Nous obtenons alors une note pour chaque société que nous comparons ensuite aux ratings délivrés par les agences de notation. Cette approche permet à notre équipe d'évaluer la qualité des entreprises au-delà de leur simple *rating* et se construire ses propres convictions. Elle s'appuie pour cela sur 8 gérants-analystes, spécialistes des marchés de taux et de crédit, parmi lesquels certains se consacrent exclusivement à l'analyse des émetteurs *high yield*. Les gérants ayant développé une expertise sur des secteurs spécifiques se trouvent pour leur part responsables sectoriellement d'une partie du portefeuille.

### Quel est le positionnement de votre fonds Saint-Honoré Signatures Plus ?

Saint-Honoré Signatures Plus a une approche défensive et patrimoniale. Nous limitons nos investissements à la frange la moins risquée des obligations *High Yield*. Nous avons très peu de titres CCC, car le potentiel de perte en capital est trop élevé à nos yeux au regard du gain attendu. Par ailleurs, nous avons pour objectif de maintenir une volatilité du fonds parmi les plus faibles de sa classe d'actifs. Aussi la volatilité de Saint-Honoré Signatures Plus est-elle en baisse sur la période récente: celle-ci, calculée sur une base annuelle, évolue en effet autour de 4 à 5% sur les trois derniers mois alors qu'elle avoisine les 10% sur la dernière année. Actuellement, au sein du portefeuille, nous surpondérons les entreprises non cycliques et les secteurs défensifs, comme l'alimentation et les télécommunications, ceux-ci affichant une forte visibilité de revenus sur les deux prochaines années pour un niveau de rendement toujours intéressant de l'ordre de 7,5% en moyenne pour des titres d'échéance 5 ans. En revanche nous sommes sous-exposés au secteur automobile, compte tenu de l'impact potentiellement négatif de la fin de la prime à la casse et nous n'avons aucune compagnie aérienne. Nous portons une grande attention aux expositions par pays. La France, notre zone géographique principale, représente environ 20% du portefeuille. Viennent ensuite l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, l'Afrique du Sud et les pays de l'Est. Nous nous attachons donc à minimiser les paramètres de risque tout en offrant un rendement attractif dans un contexte actuel caractérisé par des taux particulièrement bas.

#### SAINT-HONORÉ SIGNATURES PLUS, UN FONDS PIONNIER DE L'UNIVERS EURO HIGH YIELD

- Une gestion active sur le marché des émissions à haut rendement depuis plus de 13 ans
- Un couple rendement risque offrant une alternative au marché actions
- Un portefeuille diversifié, respectant des limites strictes d'investissement par émetteur et par secteur
- Une performance de près de 47% (nette de frais de gestion) sur l'année 2009
- Les obligations classées dans la catégorie *High Yield* présentent une probabilité de défaut plus importante que les titres de qualité *Investment Grade*

#### Disclaimer et Risques

Achévé de rédiger le 03/03/2010. \* Source : Moody's Investors Service.

Edmond de Rothschild Investment Managers est la marque commerciale de l'ensemble constitué par EdRIM Solutions et sa filiale de gestion d'actifs, EdRIM Gestion. Le présent document à vocation informative, n'est pas contractuel. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur des performances futures. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment du Groupe Edmond de Rothschild et de EdRIM Gestion sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de leur expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe Edmond de Rothschild ou de EdRIM Gestion. Le service de gestion sera rendu par EdRIM Gestion, société de gestion agréée par l'AMF. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment du Groupe Edmond de Rothschild et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du prospectus simplifié visé par l'Autorité des Marchés Financiers de l'OPCVM remis avant toute souscription et disponible sur le site [www.edrim.fr](http://www.edrim.fr) ou sur simple demande au siège social de EdRIM Gestion. Conformément à l'article 314-76 du règlement général de l'AMF, le client peut recevoir sur demande de sa part, des précisions sur les rémunérations relatives à la commercialisation du présent produit.

Risques principaux de SH Signatures Plus: risque de crédit, risque de taux, risque lié à l'engagement sur des contrats financiers, risque de contrepartie, risque de change, risque accessoire - risque lié aux produits hybrides (convertible). Le détail des principaux risques du fonds figure dans le prospectus complet de l'OPCVM.