

Les obligations convertibles, un choix judicieux !

Marché de niche dans l'univers obligataire, les obligations convertibles permettent de se positionner sur les marchés de taux tout en ayant accès au potentiel des marchés d'actions. Le profil atypique de ces titres, qui séduit traditionnellement les investisseurs dans les périodes d'incertitude, peut être mis à profit dans le contexte actuel.

Thierry Bisaga

Les obligations convertibles présentent l'intérêt de combiner des spécificités liées aux placements obligataires et aux actions. Ce caractère hybride est dû aux options de conversion associées à ces titres, c'est-à-dire la possibilité de convertir l'obligation en action du même émetteur. Les options sont exercées si l'action a progressé de manière favorable et si le porteur peut par conséquent en tirer une plus-value. Si l'action n'a pas progressé ou si elle a reculé, le porteur d'obligations convertibles est remboursé comme tout autre investisseur obligataire, du nominal de ses obligations et des intérêts qu'elles ont générés.



« La perte maximale 2020 pour cette classe d'actifs est de -10 % contre -35 % pour les actions »

Julien Levy Kern

Responsable obligations convertibles
CPR AM

Ces spécificités confèrent aux obligations convertibles un rôle d'amortisseur dans les portefeuilles en période de crise. « Au 30 novembre, les convertibles européennes



affichent une hausse de 6 % (Refinitive Europe Focus) depuis le début de l'année à comparer au repli de 4 % des marchés d'actions (Euro Stoxx 50). La perte maximale 2020 pour cette classe d'actifs est de -10 % contre -35 % pour les actions, et les convertibles ont entièrement récupéré leurs pertes dès le mois de juin », observe Julien Levy Kern, responsable obligations convertibles et volatilité chez CPR AM, dont le fonds CPR Convex ESG, après n'avoir participé qu'à un quart de la baisse des marchés actions, a bénéficié de plus de la moitié du rebond.

Mais comme le rappelle l'adage, il n'y a « pas de repas gratuit » : cette protection a un coût qui varie en fonction de la valorisation de l'option de conversion et donc des différents profils des titres retenus par les gérants de portefeuille : profil obligataire, profil action et profil mixte. Le profil obli-

gataire s'applique aux titres dont la convertibilité est faible ou nulle. Le profil actions concerne les titres qui peuvent être convertis et qui évoluent de manière similaire aux actions. Enfin, le profil mixte – ou équilibré – fait référence aux titres dont l'action sous-jacente est proche de son niveau de conversion. Cette dernière catégorie de titres, caractérisée par une forte convexité, est celle qui suscite le plus d'intérêt chez les investisseurs.

« Le profil mixte est particulièrement plébiscité lorsque l'incertitude domine sur les marchés », précise Erik Mifa, le dirigeant de La Financière Arcalpine : « Nous observons un regain d'intérêt des investisseurs institutionnels Français pour les fonds d'obligations convertibles. Ceux-ci offrent l'opportunité de se repositionner aux marchés d'actions sans trop s'exposer. C'est une classe d'actifs idéale pour »

»» entrer dans le prochain cycle économique ».

Conforter la gestion du risque

Cette classe d'actifs s'avère exigeante : « pour des choix de risques pertinents, une grande sélectivité est indispensable. Certaines obligations convertibles en dehors de la monnaie offrent par exemple des rendements plus attractifs que leurs équivalents obligataires simples, mais sont souvent plus petites et non notées », observe Jacques Sudre, chez Amiral Gestion.



« Ces émissions constituent un vivier d'investissement pertinent pour le moyen et long terme »

Serge Fournier
Senior portfolio manager
Mirante Fund Management

En matière de gestion des risques, le recours aux critères ESG est aussi un plus : « concilier convexité et ESG permet d'améliorer davantage la performance du fonds », ajoute Julien Levy Kern, qui précise : « la croissance d'une société est durable seulement si elle est accompagnée de pratiques responsables. Les entreprises faibles d'un point de vue ESG sont bien souvent celles qui présentent une probabilité de défaut élevée. Nous sommes ainsi restés à l'écart d'un poids lourd de notre univers, la société Wirecard ». Un des critères de gouvernance de l'entreprise, lié à l'audit et au contrôle, ne passait pas les filtres de sélection de CPR AM et Wirecard a précisément fait défaut en juin dernier à la suite d'irrégularités observées dans sa comptabilité.

Comme pour les autres classes d'actifs, le thème de la responsabilité sociale et environnementale s'empare donc progressivement du segment des obligations convertibles avec notamment de nouvelles

émissions. Il y a celle de Neoen qui a lancé cette année la première obligation convertible verte, suivie quelques mois après par EDF qui a ainsi levé pas moins de 2,4 Md€. Comme les green bonds, leurs alter-ego non convertibles, celles-ci servent à financer des projets favorables à l'environnement et au déploiement des énergies renouvelables. Autre innovation récente, Schneider a émis la première obligation convertible durable. « Dans le cadre de cette émission, la société s'engage à payer une prime aux investisseurs en cas de non-atteinte d'objectifs de développement durable fixés à l'émission », précise Julien Levy Kern.

Des équipes de gestion qui s'étoffent

Compte tenu de la classe d'actifs et de l'intérêt manifesté par les investisseurs pour les obligations convertibles, plusieurs sociétés de gestion d'actifs ont décidé à juste titre de renforcer leurs équipes. Ainsi, dans le cadre du rapprochement des groupes LBP AM et Ostrum AM signé en juin 2020, DNCA Finance a annoncé l'arrivée de 21 analystes-gérants afin de renforcer certaines de ses expertises de gestion dont les obligations convertibles. « L'arrivée de ces experts nous permet en effet de donner une nouvelle dimension à nos pôles actions et convertibles », précisait à cette occasion Eric Franc, le dirigeant de DNCA Finance.

De son côté, Groupama AM a annoncé l'arrivée de Stéphane Fraenkel, en tant que directeur associé gestion actions et convertibles, plus particulièrement responsable de la stratégie petites et moyennes capitalisations. Celui-ci apporte également son expertise sur les fonds thématiques, ISR et de croissance. Les projets ne manquent d'ailleurs pas pour le groupe qui propose désormais un fonds multi-thématiques, G Fund New Deal Europe, avec une allocation cible de 20 % sur les obligations convertibles et un univers d'investissement européen qui couvre les thèmes de la sécurisation de la production, de la prévention et de la santé et, enfin, de l'accompagnement des mutations.

Un segment de marché porteur

Les obligations convertibles sont une classe d'actifs adaptée aux climats d'incertitude dans la mesure où elles associent la sécurité d'un placement obligataire et les perspectives de rendement des actions mais, à y regarder de près, elles sont plus

qu'une simple combinaison entre une action et un produit de taux. Il s'agit en effet de produits financiers sophistiqués avec lesquels il est possible de déployer une vaste diversité de stratégies en apportant des nuances liées à la gestion des risques ou encore aux approches thématiques et sectorielles. Une diversité d'autant plus vaste que l'univers des obligations convertibles est en expansion et que cette expansion s'opère à un rythme soutenu. C'est le cas notamment sur le marché américain où une hausse considérable des émissions a pu être observée dans le contexte de la crise sanitaire, ce qui a eu pour effet d'alimenter les sources de performance des gérants de fonds.



« Pour des choix de risques pertinents, une grande sélectivité est indispensable »

Jacques Sudre
Gérant obligataire
Amiral Gestion

La bonne tenue des fonds globaux d'obligations convertibles en 2020 s'explique en effet en partie par le fait que les nouvelles émissions de l'année ont principalement concerné des secteurs en vogue, comme la santé, la technologie, ou encore la sécurité. Autant de thèmes d'investissement portés par les confinements opérés à travers le monde qui obligent les populations à réorganiser leur vie quotidienne, tant personnelle que professionnelle, dans le cadre de leur domicile. « On peut mentionner des valeurs comme Docusign, Ringcentral, Yandex, Just Eat Takeaway.com ou encore Etsy », détaille Serge Fournier, senior portfolio manager chez Mirante Fund Management.

Un vivier suffisamment large

Cet expert est confiant pour la suite, le vivier des obligations convertibles »»



» étant désormais suffisamment large. « L'essentiel des autres émissions de l'année ont été réalisées par des entreprises qui, pour certaines d'entre elles, ont été lourdement impactées par le confinement et qui avaient besoin de refinancement.

pression. Dans la perspective d'un retour à la normale, le potentiel de ces titres est donc considérable ». Parmi les émetteurs de ces titres prometteurs, on compte des acteurs de secteurs tels que l'hôtellerie, les loisirs ou encore les voyages et parmi eux Accor, Lufthansa, American Airlines ou encore Dufry.

recherchent sécurité et rendement, il faut garder à l'esprit qu'il s'agit d'un marché de niche exigeant une forte expertise tant sur les aspects crédits qu'en analyse fondamentale des entreprises.



« Nous avons recruté 21 analystes-gérants. Une nouvelle dimension pour nos pôles actions et convertibles »

Eric Franc
Dirigeant
DNCA Finance

Celles-ci ont naturellement privilégié le recours aux obligations convertibles pour lever de nouveaux capitaux. Pour elles, c'est un excellent moyen de se renflouer à moindre coût par rapport aux obligations classiques », explique le gérant qui ajoute : « pour les investisseurs que nous sommes, ces émissions constituent un vivier d'investissement pertinent pour le moyen et long terme dans la mesure où les cours des actions sous-jacentes ont été mis sous

Un marché primaire record

Un optimisme que partage Julien Levy Kern : « avec un marché primaire record en 2020 et des flux acheteurs des investisseurs encore timides, les valorisations des obligations convertibles sont encore très attractives et les points d'entrée intéressants ». Il estime que « les entreprises directement impactées par la crise sanitaire, les « perdants de la pandémie », ont plébiscité ce moyen de financement ». Il mentionne, lui aussi de nombreux émetteurs du secteur du tourisme comme Lufthansa, Amadeus, Dufry, Accor ou encore la plateforme de réservation en ligne Booking, ainsi que des émetteurs de la thématique « stay at home » comme Delivery Hero, HelloFresh ou encore Zalando. « Dans l'ensemble, le compartiment des obligations convertibles offre de nombreuses opportunités d'investissement. Dans ces marchés incertains, elles constituent un moyen pour les investisseurs de profiter de façon convexe et équilibrée de deux thématiques, l'une valeur, l'autre croissance », poursuit Julien Levy Kern.

Au final, si les obligations convertibles sont des produits adaptés aux investisseurs qui



Groupama AM a annoncé l'arrivée de Stéphane Fraenkel, en tant que directeur associé gestion actions et convertibles

Dès lors, le recours à la gestion collective s'impose et le choix d'un fonds passe par une compréhension de la stratégie retenue et plus spécifiquement du type d'obligations convertibles choisi dans le cadre de l'allocation d'actifs. Ainsi, l'investisseur évitera une exposition aux risques inadaptée à ses objectifs comme peuvent en témoigner les performances de certains fonds, notamment investis en Amérique du Nord, supérieures à la moyenne des fonds d'actions car assorties d'une volatilité tout aussi élevée. ■



« Les conditions paraissent idéales pour les investisseurs »

Frank Crittin, CIO et Managing Director, Mirante Fund Management

Quel est le positionnement de Mirante Fund Management ?

Il s'agit d'une société de gestion suisse qui investit dans toutes les classes d'actifs au niveau mondial. Lors de sa création il y a 18 ans, Giuseppe Mirante, son actuel CEO, avait pour premier objectif d'investir dans les obligations convertibles internationales. Il s'agit donc d'une classe d'actifs que nous connaissons bien. Notre équipe gère aujourd'hui deux fonds distincts. Dans le premier, le fonds MFM Global Convertible Bonds, nous appliquons une approche prudente, faiblement exposée au risque action. Dans le second, le fonds MFM Convertible Bonds Opportunities, nous appliquons, comme son nom l'indique, une approche davantage dynamique et opportuniste. Ces deux stratégies complémentaires permettent de tirer au mieux parti de la convexité des obligations convertibles dans les différents contextes de marché.

Le moment est-il opportun pour investir dans les obligations convertibles ?

D'un point de vue macroéconomique, les conditions paraissent idéales pour les investisseurs en obligations convertibles. Même si l'optimisme prévaut, l'année à venir promet d'être particulièrement imprévisible. À court terme, les interactions entre la maîtrise de la pandémie et des reprises économiques inégales pourraient impacter le moral des investisseurs. À moyen terme, l'entrée dans le prochain cycle économique pourrait engendrer un boom de la consommation. Or, les obligations convertibles sont une classe d'actifs adaptée aux climats d'incertitude dans la mesure où elle associe la sécurité d'un placement obligataire et les perspectives de rendement des actions.

Quelles sont les raisons d'être optimiste ?

L'une des conséquences les plus importantes de la pandémie est liée à l'augmentation historique de la dette des entreprises et des gouvernements. Cette charge va probablement engendrer une longue période de taux d'intérêt bas. Mécaniquement, les rendements espérés sur toutes les classes d'actifs seront plus faibles que par le passé. Notamment, la faiblesse des rendements obligataires va contraindre les

investisseurs à repenser leur allocation d'actifs. Dans ce contexte, les obligations convertibles constituent une piste pertinente de diversification et présentent un bon rapport rendement risque par rapport aux autres classes d'actifs.

Qu'en est-il des perspectives de rendement ?

Les perspectives de rendement sont intéressantes dans un contexte de faibles taux d'intérêt avec une exposition possible à des secteurs à forte croissance via la composante actions. Les obligations convertibles permettent également de bénéficier d'une éventuelle hausse de la volatilité grâce à la valorisation de l'option de conversion qu'elles contiennent. Enfin, last but not least, les niveaux de valorisation sont actuellement historiquement faibles sur l'ensemble du compartiment des convertibles.

Vers quelles valeurs se portent vos choix d'investissement ?

Nous investissons dans les titres les plus liquides en évitant les titres synthétiques et structurés, ainsi que les obligations à conversion obligatoire. En d'autres termes, nous privilégions les titres convertibles dans leur forme la plus pure. Plus spécifiquement, dans le fonds MFM Global Convertible Bonds, nous privilégions les titres qui combinent liquidité, haute qualité de crédit, faible volatilité et rendements robustes. Le portefeuille est composé de 80 valeurs, principalement européennes, mais aussi américaines et asiatiques.

Et dans le fonds MFM Convertible Bonds Opportunities ?

Ce fonds a initialement été conçu pour tirer parti des opportunités liées au crédit qui ont émergé après la crise de 2008. Il répond depuis 2015 à une stratégie d'investissement plus dynamique de type core-satellite. Le cœur de portefeuille apporte robustesse et diversification alors que les satellites renforcent le rendement en exploitant les différents relais de croissance des convertibles en allant de leur composante crédit à leur composante action. Cette stratégie, davantage investie sur les marchés américains, en a tiré l'essentiel de son rendement exceptionnel en 2020.