

AS ASSET SERVICES SA

Les obligations convertibles, outils indispensables des caisses de pension

Comment les institutions de prévoyance peuvent-elles faire mieux, si elles négligent en grande partie ce type d'instruments financiers?

SARA POGET*

La prévoyance professionnelle a comme objectif de contribuer d'une manière significative au financement d'un retraité. Le capital accumulé, plus particulièrement son rendement sur le capital joue un rôle primordial dans ce concept. Les caisses de pension sont censées œuvrer dans ce sens, raison pour laquelle le législateur impose un taux d'intérêt minimal tout en laissant aux caisses la liberté de faire mieux. Pour aller dans le sens d'une meilleure performance des classes d'actifs existantes, elles sont de plus explicitement soutenues par le cadre légal. Mais la pratique montre, au regard des obligations convertibles, que la gestion de fortune de certaines caisses de pension, assistées par des consultants, est parfois boiteuse.

Les actions et les obligations sont en négatif

Le Conseil fédéral vient d'annoncer l'augmentation du taux d'intérêt minimal de 2.5% à 2.75% (pour le 1er janvier 2008). Le Swiss Bond Index (SBI) se trouve pour cette année (Ytd: 1er janvier au 11 septembre) dans le négatif à -0.43%, tout comme le Swiss Market Index (SMI) à -1.23%. Le S & P 500 est à 2.4% et le Nikkei à -7.83% depuis janvier. Le change US Dollar - Franc Suisse est YTD en négatif à -2.54% et l'Euro est à 1.639 (plus 1.83% en 2007). Finalement, le SWX IAZI Real Estate Price Index est pour les mois d'avril à juin à -0.8% par rapport au trimestre précédent, mais sur l'année (juillet 2006 à juin 2007) en progression de 1.8%. Finalement, les placements alternatifs, dont les commodities incluant entre autres l'or, se situent à 11.7% et le pétrole WTI à 26.9%. Constat: Les grandes classes d'actifs des caisses de pension, les obligations standards et les ac-

tions sont dans le rouge. Mais à l'instar des placements dans les matières premières, il y a bel et bien des placements en obligations selon l'OPP 2 qui réalisent des performances largement supérieures au taux d'intérêt minimal, de plus avec une volatilité incomparablement plus basse que les commodities. En examinant un nombre important de caisses de pension en Suisse, l'on constate que la classe d'actif la plus performante dans l'environnement ambiant des marchés financiers est largement inconnue, voir traitée avec indifférence. Il s'agit des obligations convertibles.

Convertibles: un mépris qui coûte cher aux assurés

Dans cet article, nous allons tout d'abord décortiquer les raisons de cette ignorance plutôt étonnante et en deuxième lieu nous établirons un classement des obligations convertibles les plus courantes sous l'aspect de la relation rendement/risque afin de les mettre en relief avec les actions et les obligations conventionnelles. L'hésitation non fondée des caisses de pension à utiliser les obligations convertibles comme classe d'actif à part égale peut être regroupée en quatre raisons principales (l'ordre va du plus au moins important):

- Les consultants des caisses de pension ne savent pas les calculer
- Les caisses de pension ne savent pas les attribuer
- Les obligations convertibles sont considérées comme des dérivés, voir des Hedge Funds
- La logique du 2ème pilier fait que les caisses de pension n'ont plus soif de découverte

Les consultants des caisses de pension voient rouge

Dans le domaine des finances, il est rare que le législateur défi-

nisse un champ d'action plus large que celui auquel les acteurs financiers souhaitent exploiter, mais dans le 2ème pilier c'est effectivement le cas. L'ordonnance sur la prévoyance professionnelle OPP 2 stipule explicitement dans l'art. 53 lit. b que les obligations convertibles sont des obligations. Cependant, un nombre trop important de consultants mêmes renommés déconseillent aux caisses de pension d'investir dans cette classe d'actif. Ces consultants dits professionnels ne sont souvent - et en règle générale suite à leur formation académique - pas en mesure de calculer le rendement en fonction des risques. Cependant, il existe tout de même des consultants et des CFO qui se sont rendus compte de leur responsabilité politique ou plus concrètement de l'importance de leur responsabilité sur la fortune (capital accumulé plus rendement) qui représente pour chaque assuré une période non négligeable de cotisations. Ils en ont tiré les conséquences, afin d'être à la hauteur de leurs prestations. Bref, ces derniers exploitent d'une manière élégante et efficace la performance des obligations convertibles dans leurs portefeuilles de caisses de pension, ceci au profit de leurs assurés.

Les caisses de pension ne savent pas les attribuer

Côté caisses de pension, on a parfois de la peine à en croire ses oreilles et ceci même auprès des plus importantes. De très grandes caisses de pension d'entreprises renommées cotées au SMI sont catégoriques, elles ont décidé il y a longtemps que les obligations convertibles sont certes utiles mais pas pour elles. D'autres caisses de pension sont si grandes qu'elles ont deux départements, un pour les actions et un autre pour les obligations et

par conséquent, elles n'investissent pas dans les obligations convertibles, car aucun des deux départements ne se sent concerné. Pourtant, le législateur est clair, les obligations convertibles sont des obligations.

Des instruments considérés comme des dérivés

Toujours par rapport aux caisses de pension, la considération des obligations convertibles rappelle le traitement des lépreux durant le moyen âge. Certains responsables d'institutions de prévoyance n'hésitent pas à attribuer les obligations convertibles aux dérivés, voir les considèrent comme des placements alternatifs. On finit donc par catégoriser une obligation, explicitement citée dans l'OPP 2, dans l'univers supposé obscur des Hedge Funds.

Les caisses de pension n'ont plus soif de découverte

La «irrational exuberance» des années nonante a mené au craque boursier de 2000 à 2003 entraînant des difficultés graves pour des caisses de pension. Evidemment, le système a réagi par plus de prescriptions, de surveillances et de contrôles. Ces activismes calment les consciences, mais suite à ces investissements aventureux l'on constate qu'au sein de caisses la psychose a malgré tout marqué les esprits. Les responsables des caisses de pension réfléchissent aujourd'hui à deux fois avant de placer les capitaux de leurs assurés. Ce comportement s'ajoute à une tendance évidente au mainstream. Après s'être brûlé les doigts, ils rentrent dans les rangs et l'envie de découvrir des classes d'actifs sortant du schéma classique est plutôt insignifiante. Cette attitude frappe de plein fouet les obligations du type convertibles. C'est regrettable, pas seulement

pour cette classe d'actif, mais en premier lieu pour les assurés et leurs rendements en capitaux, donc par conséquent pour leur fortune au moment déterminant du passage à la retraite.

La correction change le classement

Dans la deuxième partie de notre article, nous allons mettre les obligations convertibles sur la sellette. Comme dans toutes les classes d'actifs, les obligations convertibles sont constituées d'une large gamme (voir tableau ci-dessous) avec d'importantes différences. Si la performance est le seul paramètre qui compte, le classement change considérablement suite à une correction telle que celle que nous avons vécu au mois de juillet. Autrement dit, la relation rendement/risque change considérablement la mise, et les mois de juillet et août de cette année explicitent parfaitement cette relation d'une manière pragmatique, ce qui intéresse à juste titre les caisses de pension. Donc, au lieu de s'appuyer sur les «Greek letters» et ainsi faire comprendre que l'on sait mesurer les risques, nous choisissons la voie toujours pragmatique de l'observation des résultats après le «Stresstest» en se posant la question suivante: de quelle manière les différentes obligations convertibles se sont-elles comportées cette année avant et pendant la correction boursière du mois de juillet (voir tableau ci-dessous)? L'évolution dans le tableau ci-dessous indique que les obligations convertibles évoluent dans un environnement global ont fait de très bonnes performances au mois de juillet et qu'elles font preuve d'une croissance forte en période haussière des actions. De surcroît, elles croissent toujours, même en période de baisse des actions, du moins en ce qui concerne LODH, Fortis et

Jefferies. Ce constat est encore plus marqué pour cette classe d'actif sur le plan européen.

Jefferies Europe: une approche qui fait ses preuves

On remarque qu'une stratégie défensive telle que celle pratiquée par Jefferies avec son fonds européen passe lors d'une correction boursière de dernier du classement, avec néanmoins encore 16.64% de performance sur l'année (donc largement au-dessus du taux minimal obligatoire, peu importe que ce soit 2.5% ou 2.75%), au premier rang en juillet avec toujours 1.36% de croissance. Autrement dit, ce qui représente la moitié du taux minimal de la prévoyance professionnelle en phase de correction boursière. En outre, la performance impressionnante du fonds Jefferies lors de cette phase difficile c'est-à-dire négative pour les marchés en actions. Les obligations convertibles en tant que classe d'actif font leurs preuves. Bien que battu par Jefferies, l'UBS, RMF et Fortis montrent parfaitement que ce type d'actif se comporte remarquablement bien également en phase de correction (le SBI a fait 1.03% en juillet 2007, mais à partir de -2.8% pour atteindre -1.8%). Même les fonds qui sont négatifs en juillet (Parvest, ABN Amro, CAAM) se défendent toujours très bien sur l'année surtout si l'on prend en considération le risque largement plus bas d'une obligation par rapport à une action. Le constat s'impose, ce type d'obligation devrait être suivi très attentivement par les caisses de pension, ce qui fait étonnamment toujours défaut. Ne reste plus qu'à rappeler les paroles de Roosevelt: «Il y a quelque chose de pire que de ne pas réussir, c'est de ne pas essayer».

*AS Asset Services SA, Neuchâtel-Auvernier, www.asset-services.ch

LES SPÉCIALISTES DES OBLIGATIONS CONVERTIBLES OFFRENT LE PLUS GRAND CHOIX

PROMOTEUR	ALLOCATION GÉOGRAPHIQUE					
	Global	Asie / Pacific / ex Japon	Japon	Europe	Amérique du Nord	Suisse
RMF	X	X	X	X	X	X
CREDIT SUISSE	X	X	-	X	-	-
EXPERTA - FISCH	X	-	X	-	-	X
FORTIS	X	X	-	X	-	-
JEFFERIES	X	-	X	X	-	-
UBS	X	X	-	X	-	-
ABN AMRO	-	X	-	X	-	-
CAAM	-	X	-	X	-	-
DWS	X	X	-	-	-	-
PARVEST	-	X	-	X	-	-
CAM FUNDS	X	-	-	-	-	-
JPM	X	-	-	-	-	-
JULIUS BAER	X	-	-	-	-	-
LODH	X	-	-	-	-	-
MORGAN STANLEY	X	-	-	-	-	-
PICTET	-	X	-	-	-	-
SCHRODER	-	X	-	-	-	-
TEMPLETON	-	X	-	-	-	-

Le classement est en degré de la différenciation géographique et montre bien que les spécialistes de cette classe d'actif se distinguent nettement et ont une longueur d'avance (le tab. n'est pas exhaustif et au sein d'un groupe il est par ordre alphabétique).

Sources: Lipper / AS ASSET SERVICES SA, AUVERNIER-NE

LA CORRECTION CHANGE CONSIDÉRABLEMENT LE CLASSEMENT

Promoteur	Performance août 2006 à juillet 2007		Performance mai à juillet 2007		Performance juillet 2007
LODH	20,71	LODH	3,13	LODH	1,32
FORTIS	19,69	FORTIS	0,85	FORTIS	0,57
CREDIT SUISSE	19,48	CREDIT SUISSE	0,69	JEFFERIES	0,39
JEFFERIES	8,84	JEFFERIES	0,39	CREDIT SUISSE	-0,03
CREDIT SUISSE	22,13	CREDIT SUISSE	2,58	JEFFERIES	1,36
UBS	21,43	JEFFERIES	1,09	UBS	0,91
RMF	20,67	UBS	1,08	RMF	0,59
ABN AMRO	20,47	RMF	0,01	CREDIT SUISSE	0,43
CAAM	19,53	ABN AMRO	-0,04	FORTIS	0,39
FORTIS	18,91	CAAM	-0,12	PARVEST	-0,34
PARVEST	18,17	PARVEST	-0,24	ABN AMRO	-1,54
JEFFERIES	16,64	FORTIS	-1,05	CAAM	-1,91

Plus il y a de corrections, plus le fonds Jefferies Europe gagne du terrain comparé à son Peer Group. En général, ce type d'obligation se corrige très peu par rapport à une performance absolue entre 16% et 22% sur une année ce qui représente une belle opportunité pour les assurés des caisses de pension, à condition que...

Source: Bloomberg / AS ASSET SERVICES SA, AUVERNIER-NE