

---

# ETUDE

## Investir sur le crédit corporate

### 12/2008

**François Jubin**

witAm

[www.witam.fr](http://www.witam.fr)

31, rue des Poissonniers 92200 Neuilly-sur-Seine

61, rue de la République 69002 Lyon

tel. 01 55 62 00 80 fax. 01 55 62 00 81

tel. 04 78 92 94 31 fax. 04 78 92 96 21

SARL au capital de 20 200 € - SIREN 404 526 832 RCS Nanterre - Siège social : 31, rue des Poissonniers à Neuilly-sur-Seine (92200) - TVA intracommunautaire n°FR 25404526832 - Société de courtage d'assurance enregistrée à l'ORIAS sous le n° 07 001 561 [www.orias.fr](http://www.orias.fr) - Activité de démarchage bancaire et financier n°2050840051VB - Conseiller en investissements financiers référencé sous le n°A046300 par la Chambre des indépendants du patrimoine, association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers – Adhérent de la Chambre des indépendants du patrimoine - Garanties financières et assurance de responsabilité civile professionnelle conforme aux articles L 541-3 et L 341-5 du code monétaire et financier et L 530-1 et L 530-2 du code des assurances (COVEA-RISKS n°112.786.342)

## Avertissements

---

- Les informations publiées dans cette étude ne sont constitutives :
  - ni d'une offre de produits ou de services pouvant être assimilée à un appel public à l'épargne ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente d'instruments financiers ou de tout autre produit de gestion ou d'investissement ;
  - ni d'une incitation ou un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage d'instruments financiers ou tout autre produit de gestion ou d'investissement.

**Cette étude est réalisée à des fins internes, elle est publiée à des fins purement informatives.**

- Depuis plus d'un an Witam s'intéresse au sujet du crédit :
  - Une contribution importante à la performance d'APPRECIO, fonds géré par VP Finance (négative en novembre 2007, positive en 2008 et attendue comme importante en 2009)
  - Cet intérêt a été renforcé tout au long des mois de septembre et octobre 2008. Des réunions de travail approfondies ont été menées avec plusieurs sociétés de gestion, dont: DEXIA AM, ROTHSCHILD et Cie GESTION, SGAM, LAZARD et EDRAM.

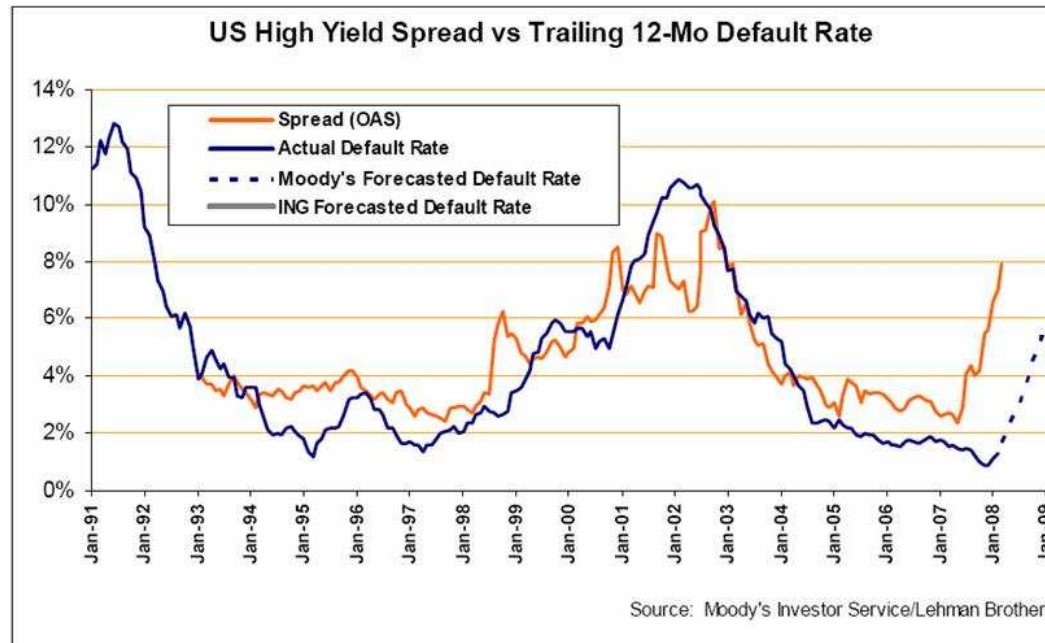
## Une opportunité historique

---

- Un marché sous stress
  - Les ventes forcées par certains opérateurs (Hedge Funds, Proprietary trading des banques, fermeture/réduction des book de market makers) ont conduit à une dislocation du marché.
  - Les Bid/Ask peuvent dépasser 10% de la valeur des titres
  - Les spread actuels ont dépassé les niveaux atteints en 2002
- Des rendements attractifs bien au-delà des taux de défaut attendus
  - High Yield entre 15% et 25%
  - Investment grade entre 6% et 9%
  - Des spreads entre le physique et les CDS qui peuvent dépasser les 300bp
- Un timing approprié
  - Progressivement, les efforts des gouvernements et des banques centrales pour renforcer le secteur bancaire produisent leurs effets.
  - De nombreux gérants commencent à se positionner sur ce secteur
  - Les trésoriers d'entreprise cash y viennent également
  - Les institutionnels pourraient revenir dès Janvier 2009

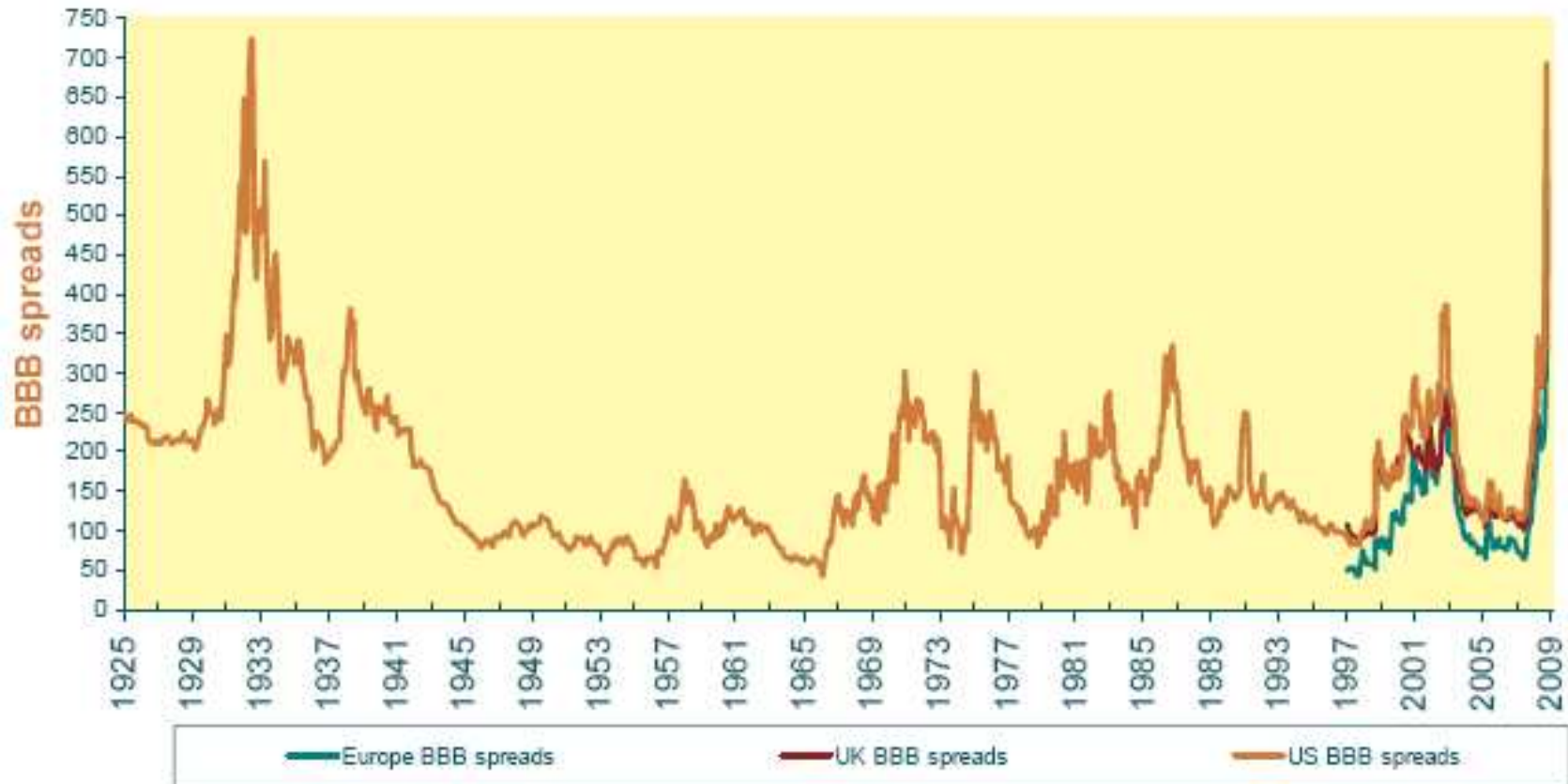
## Des risques à ne pas négliger

- Défaut implicite
  - Sous hypothèse d'efficience des marchés et d'absence d'opportunité d'arbitrage, le spread doit permettre de couvrir la réalisation des défauts.
  - Exemple d'une obligation taux fixe 4 ans
    - Spread 300 bp + taux de recouvrement à 50% => Taux de défaut implicite = 6%
    - Spread 600 bp + taux de recouvrement à 40% => Taux de défaut implicite = 10%
    - Spread 1200 bp + taux de recouvrement à 30% => Taux de défaut implicite = 14%
  
- Défaut et recouvrement historique
  - Le défaut recouvre l'ensemble des événements du simple retard de paiement des coupons à la faillite de l'émetteur.



## Les Spread BBB au niveau de 1932!

- Source : Morgan Stanley, Moody's, The Yield Book, NBER, Bloomberg/Merril Lynch.



## Taux de défaut implicites et réalisés

- A quel niveau est-on rémunéré pour les risques pris?

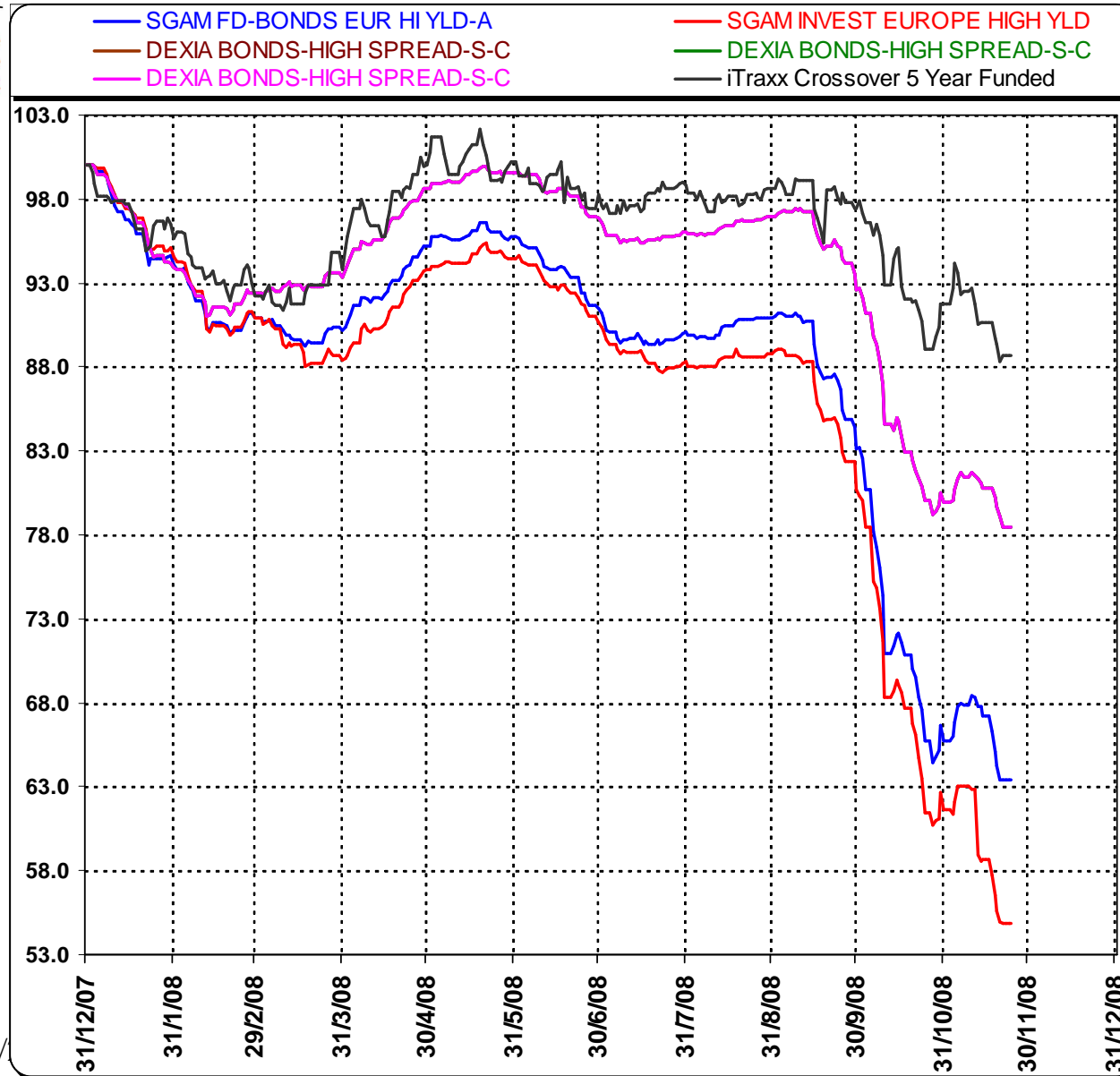
		Spread Implied Default Rate		Actual Default Rate (since 1970)	
		Average Recovery	Zero Recovery	Worst	Average
iBoxx Euro	Corporate	35%	21%	2.4%	0.8%
	Non-Financial	30%	18%	N/A	N/A
	Financial	39%	24%	N/A	N/A
	AA	25%	14%	1.8%	0.2%
	A	34%	21%	2.5%	0.5%
	BBB	43%	26%	5.8%	1.8%
iBoxx Dollar	Corporate	39%	24%	2.4%	0.8%
	Non-Financial	34%	21%	N/A	N/A
	Financial	43%	27%	N/A	N/A
	AA	33%	20%	1.8%	0.2%
	A	38%	23%	2.5%	0.5%
	BBB	46%	29%	5.8%	1.8%
iBoxx Sterling	Corporate	39%	24%	2.4%	0.8%
	Non-Financial	31%	19%	N/A	N/A
	Financial	43%	26%	N/A	N/A
	AA	27%	16%	1.8%	0.2%
	A	39%	24%	2.5%	0.5%
	BBB	44%	28%	5.8%	1.8%
High Yield	USD HY	66%	48%	31.1%	19.1%
	EUR HY	78%	59%	31.1%	19.1%
iTrakk CDS	Main	15%	8%	2.4%	0.8%
	HiVol	29%	17%	N/A	N/A
	Crossover	52%	35%	N/A	N/A
CDX CDS	Main	19%	11%	2.4%	0.8%
	HY	67%	47%	N/A	N/A

## Un marché illiquide réservé aux spécialistes

---

- Un marché de gré à gré
  - A la différence des marchés actions où la confrontation de l'offre et de la demande de titres s'effectue de manière centralisée, le marché obligataire est un marché animé par des « Market Makers ».
  - Le Market Maker possède un stock de titres et affiche une fourchette acheteur/vendeur (Bid/Ask) qu'il ajuste en fonction de l'évolution des cours. Par construction, on dit que le Market Maker est toujours contre le marché.
  - Les Market Makers ont « disparus »
    - Pour des raisons d'allocation de fonds propre, les banques ont réduit/supprimé leur book
    - Pour ne pas supporter le risque de marché, les bid/ask spread ont été élargi dans des proportions inimaginable il y a un an
    - Les Market Makers se sont transformés en broker => le marché fonctionne au ralenti : les tailles traitées ont été divisées entre 10 et 20
- => S'appuyer sur des opérateurs importants
  - Etre référencé chez les brokkers pour obtenir des prix attractifs
  - Prendre le temps de constituer le portefeuille pour « imposer » son prix
  - Comprendre le risque crédit associé à un titre
    - Risque économique de l'entreprise émettrice
    - Risque juridique lié au positionnement du titre dans le rang des créanciers

## Mise en évidence de quelques principes à partir du High Yield



(1) Hausse du risque crédit

(2) Prime de liquidité

(3) Stratégies différentes selon les fonds

(4) Le coût des ventes forcée.

## Dilemme fonds ouverts / fonds fermé

---

- Fonds ouvert : intégrer la contrainte de liquidité dans la construction du portefeuille
  - Dilution du rendement lié à un part importante de monétaire
  - Se cantonner aux lignes les plus liquides et laisser « passer » des opportunités
  - Valoriser au plus prêt du « bid » les flux sortants pour ne pas léser les investisseurs restants
  - Valoriser au plus prêt de « l'ask » les flux entrants pour ne pas léser les anciens investisseurs
  - Pour l'investisseur, vérifier si les fluctuations de passif ont impacté la structure du portefeuille
  
- Fonds fermé : une mise en œuvre lourde
  - Une gestion libre de saisir les opportunités qui s'extraie de la contrainte de liquidité
  - Vérifier avec l'investisseur sa capacité à rester dans le fonds jusqu'à l'échéance
  - Choisir la bonne équipe de gestion
  - Création ex-nihilo
    - Minimum 20 MEUR
    - Délais de mis œuvre (1.5 mois) challengés par le marché
  - Les fonds ne sont pas juridiquement fermé, il prévoient seulement des droits de sortie pour dissuader les investisseurs de demander le rachat
    - Droit acquis au fonds : non modifiables sauf avis AMF et information des porteurs
    - Doits non acquis au fonds : exercés à la discrétion de la société de gestion

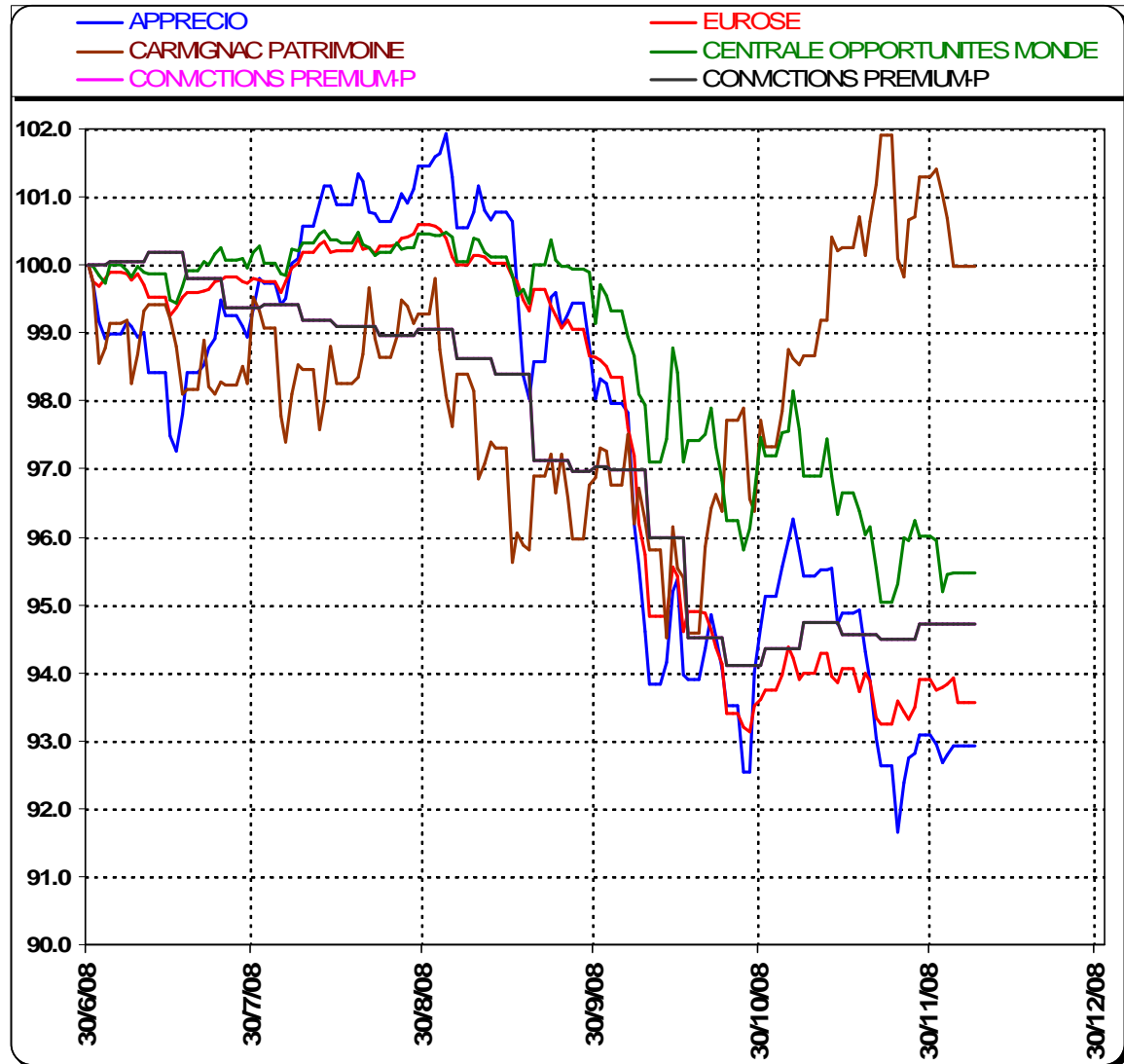
## Solution A : Fonds diversifiés intégrant du crédit

---

- L'investissement à travers un fonds diversifié réactif permet de gérer le market timing entre les différentes classes d'actifs.
- APPRECIO (VP Finance)
  - Le Crédit est un sujet traditionnellement traité par APPRECIO
  - Entre le 1<sup>er</sup> et 7 novembre 2008, le fonds a investi plus de 25% sur le crédit
    - 10% SGAM Eurocorporate 1-3
    - 5% Saint Honoré Oblig Opportunité
    - 4.5% DEXIA HIGH YIELD BB
    - 4.5% SGAM BOND EURO HIGH YIELD
    - 4.5% SAINT HONORE SIGNATURE PLUS
    - 4.5% ADI HIGH YIELD
  - Les positions et les mouvements sont renseignés sur le blog [www.apprecio.wordpress.com](http://www.apprecio.wordpress.com)
- D'autres fonds le pratique
  - CARMIGNAC PATRIMOINE
  - EUROSE
  - CCR Opportunité Monde
  - CONVICTIONS PREMIUM

## Fonds diversifiés

- A l'exception de Carmignac Patrimoine, ces fonds ont fortement baissé en octobre et novembre.
- La hausse des actions fin novembre ne s'est pas traduite par une hausse des prix sur les obligations privés



## Solution B : Fonds ouverts

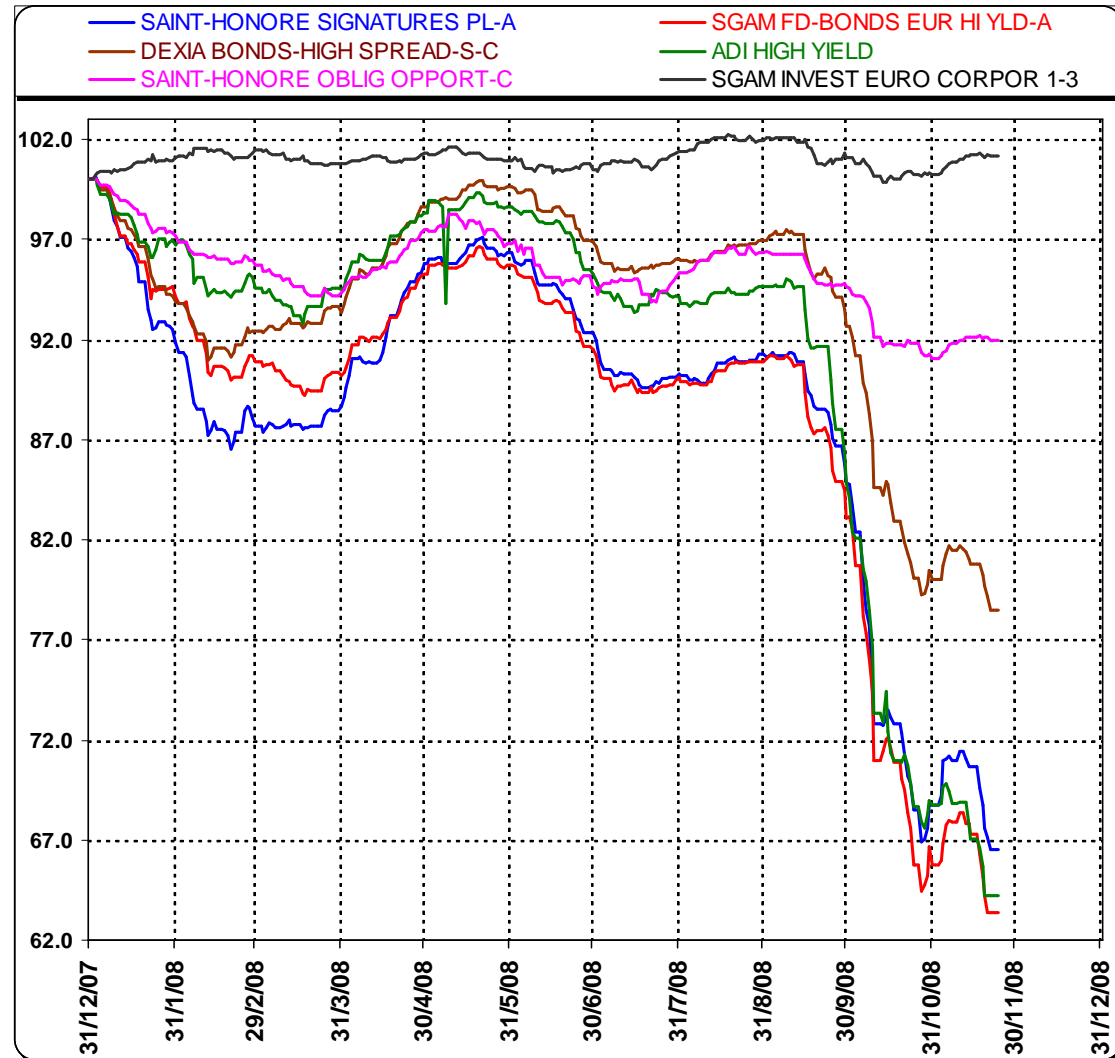
- La problématique de rachat des fonds ouverts devrait être derrière nous.
  - Les grandes vagues de rachat ont eu lieu au premier trimestre et, dans une moindre mesure, au court du mois d'octobre 2008.
  - La tendance est plutôt à la collecte étant donné l'opportunité offerte par les spread.
  - Les portefeuilles sont déjà constitués et les spread pourraient se refermer rapidement, notamment sur l'Investment Grade.

Solution fonds Ouvert	Portefeuille	Caractéristiques
SGAM Euro corporate 1/3	Rendement actuariel de 6.5%	Liquidités proche de 30% Le fonds n'a pas subi de rachat massif
SH Oblig Opportunité	Portefeuille diversifié sur l'ensemble des émetteurs y compris Etat. Rendement proche de 6.5%	Le fonds a subi des rachats massif au premier semestre 2008. Changement de l'équipe de gestion en Juin 2008
DEXIA HY BB	Rendement supérieur à 20%	
SH Signature Plus	Rendement supérieur à 15%	
SGAM Europe High Yield	Rendement proche de 20%	
ADI High Yield	Rendement proche de 25%	

- D'autres gestionnaires sont à l'étude
  - M&G International, Natixis, Banque d'Orsay, AXA IM, etc.

## Fonds ouverts sélectionnés

- La crise du crédit a conduit à des comportements hétérogènes entre les fonds
- Il est impératif de vérifier avant investissement
  - les choix de portefeuille réalisés par les équipes de gestion
  - La philosophie du fonds
- ... et les méthodes de valorisation retenues pour les portefeuilles



## Solution C : Exemple de fonds fermés

---

Solution fonds fermés	Portefeuille	Caractéristiques
R 2013	Rendement compris entre 7% et 8% Echéances inférieures à 2013/12	Fonds fermé.
ODDO Convertible 2011	Rendement autour de 15% 23 obligations convertibles dont la valeur est très en dessous du plancher 50% du portefeuille rendu en 2010/12 50% en 2011/12	Fonds fermé réservé à 20 investisseurs avant le 20 novembre.
LAZARD Crédit FI	Exclusivement investi sur le secteur financier : senior, tier 2 et tier 1	Fonds fermé à la sortie jusqu'en mars 2009, ouvert par la suite.
<b>Elan 2013</b>	<b>Réplique de R2013 sur 2013+ 6 mois pour bénéficiaire des opportunités du primaire, rendement cible proche de 7%</b>	<b>Lancement : 23/12/2008</b>

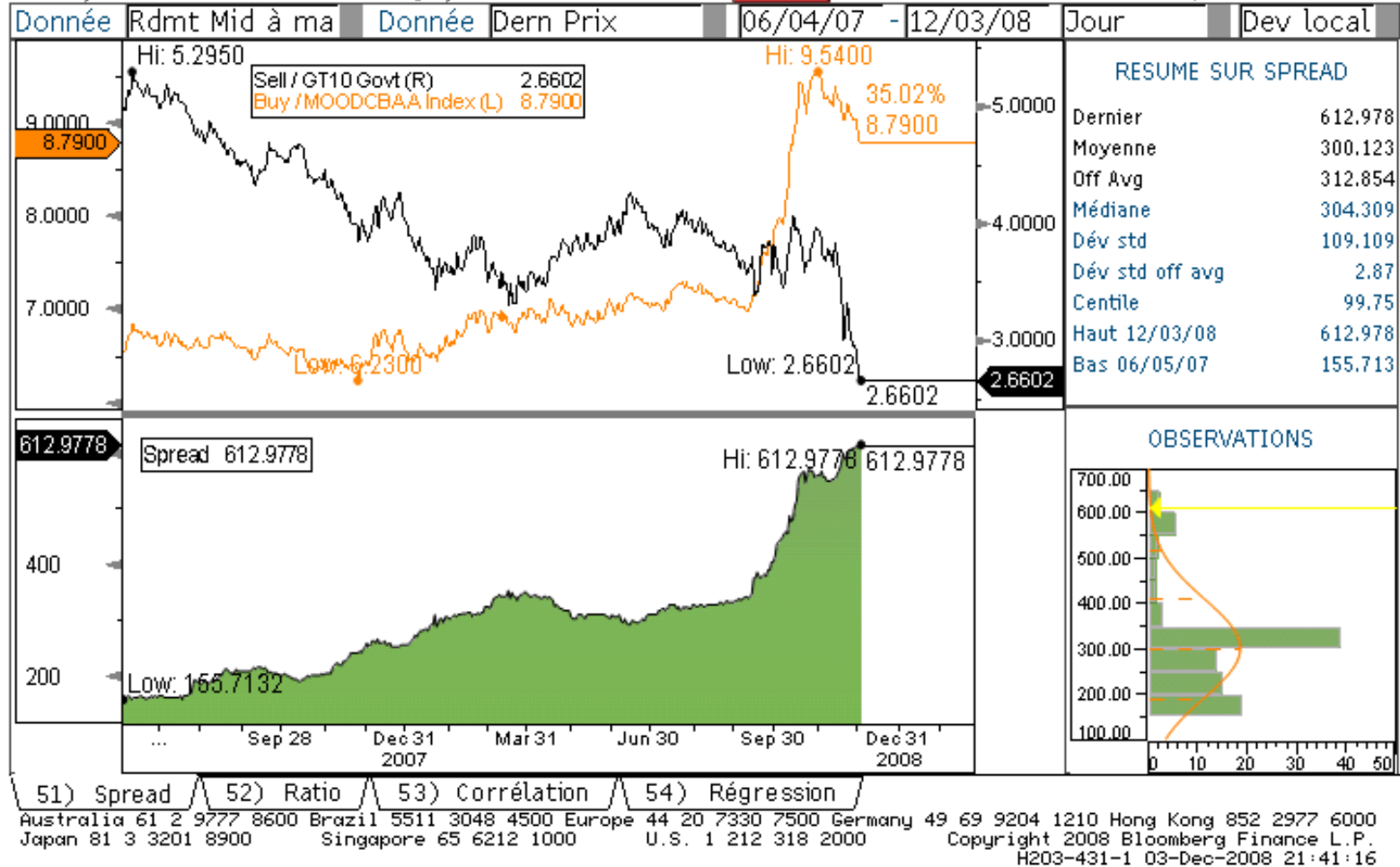
## Fonds Fermés : Arbitrer rendement/risque/tarifification/timing

---

- Une alternative au fonds EURO (3%) sur les trois prochaines années.
  - La déflation du crédit et des actions pèsera sur la rentabilité à venir des fonds Euro
  - Reproduire un portefeuille « Fonds Euro » au prix de marché courant
  - Durée de vie 5 ans mais sortie optimale probablement avant le terme (3 ans)
- Rendement brut autour de 8% :
  - 80% IG + 20% HY à la constitution du ptf
  - Le rendement dépend de la proportion d'High Yield dans le portefeuille cible
- Délai de création et opportunité de marché
  - Privilégier les fonds rapidement opérationnels
    - De nombreuses initiatives seront opérationnelles autour du 15 janvier
      - D'importants flux acheteurs pourraient conduire à réduire les spreads
      - La situation pourrait se normaliser rapidement, notamment sur l'IG
    - Des fenêtres s'ouvrent avec le calendrier des émissions primaires chargé sur 2009 H1

## Marché US : chute des rendements et élargissement des spreads

<HELP> explications. Govt **HS**  
 1<GO> voir graphe de spread, 11<GO> créer une CIX, 99<GO> éditer les propriétés.  
 Sell GT10 Govt Buy MOODCBAA Index Editer Page 1/28 Spread de rdmt

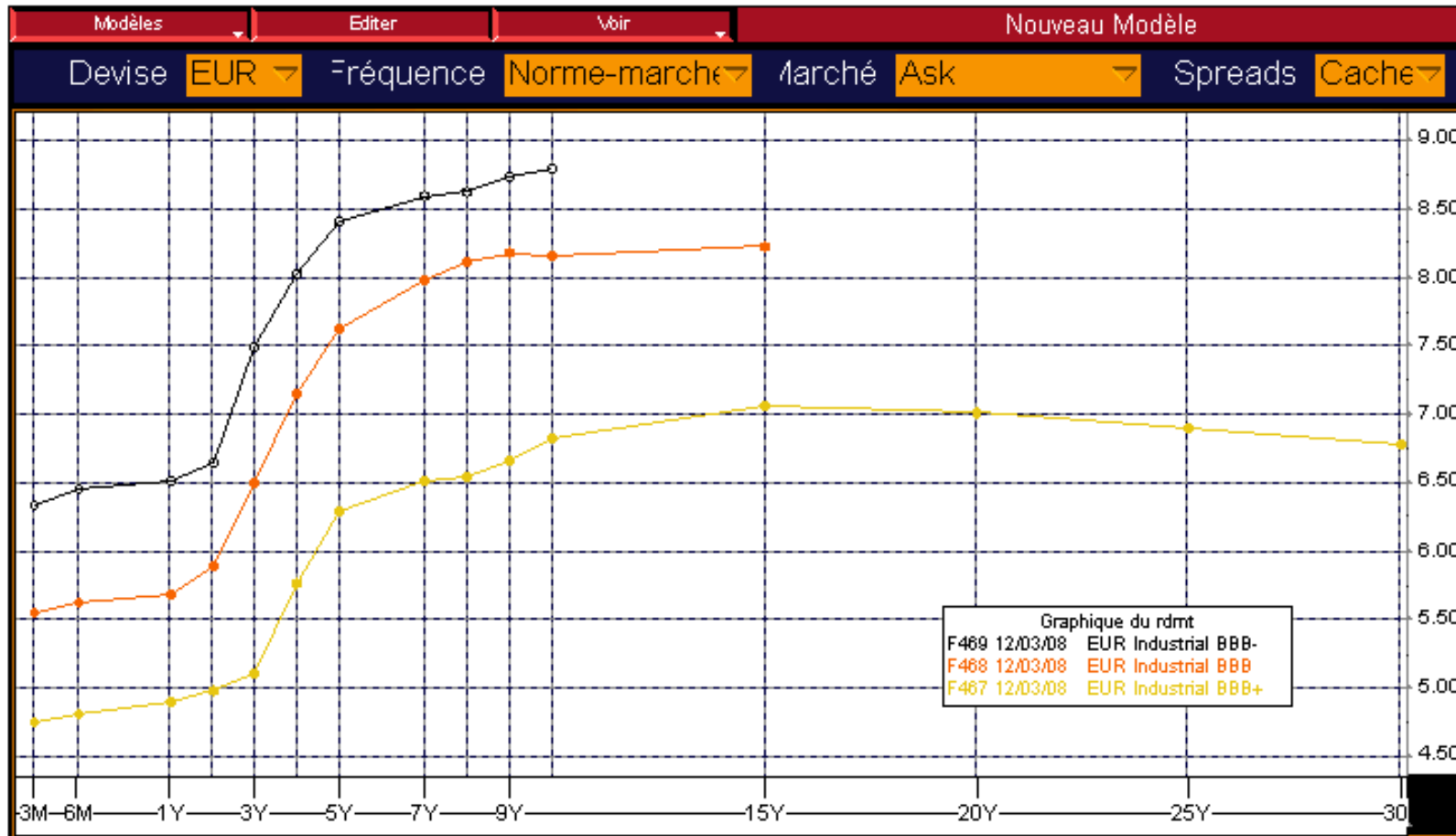


## Zone Euro : structure par terme selon rating

YCRV  
<Menu> revenir au modèle actuel.

Index YCRV

### Graphique du rdmt



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000  
Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.  
H203-431-1 03-Dec-2008 21:50:41

## Evolution du rendement des émetteurs industriels BBB

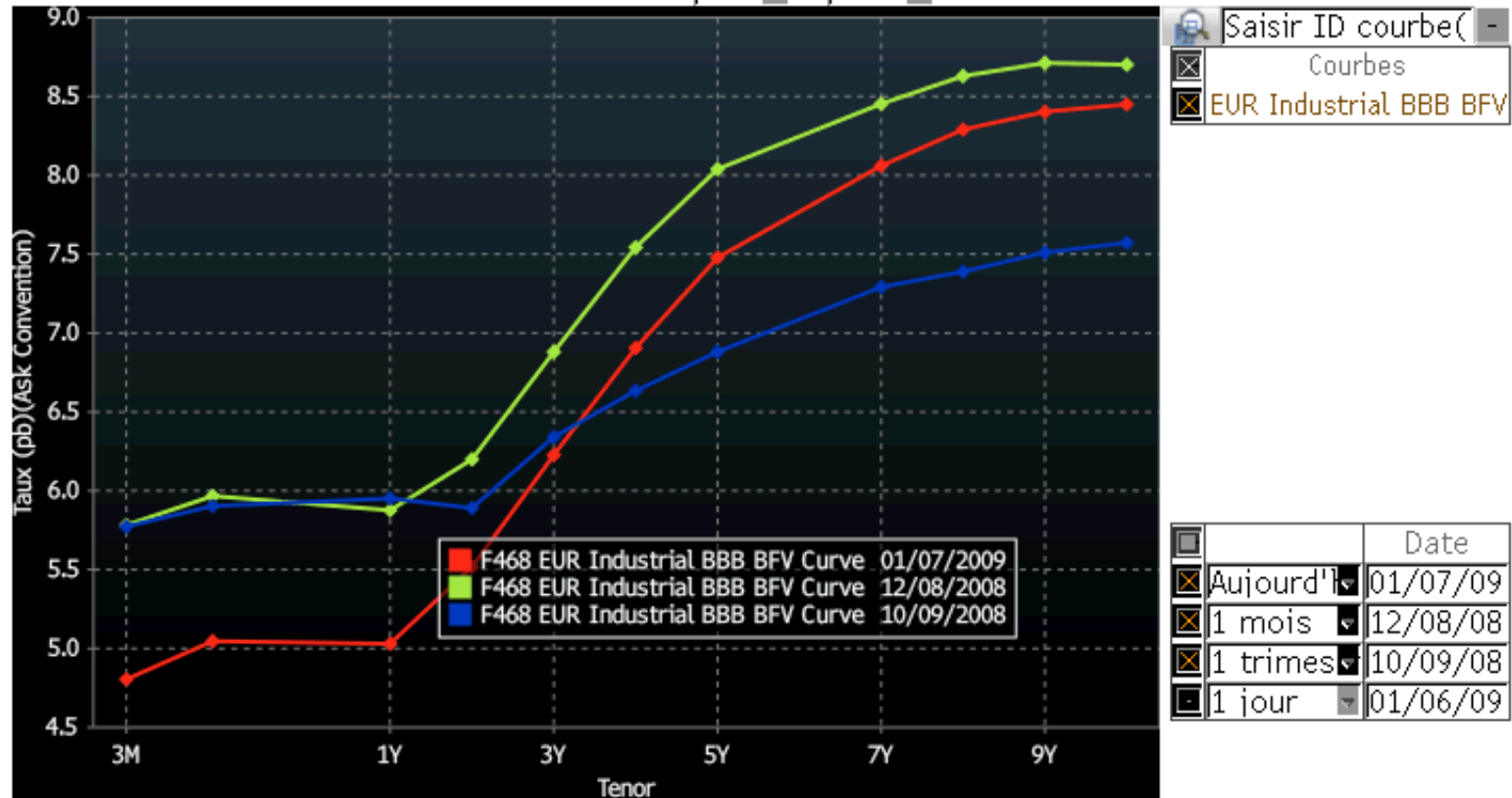
EUR Industrial BBB BFV Curve

Index **DES**

97) Options 66) Actions

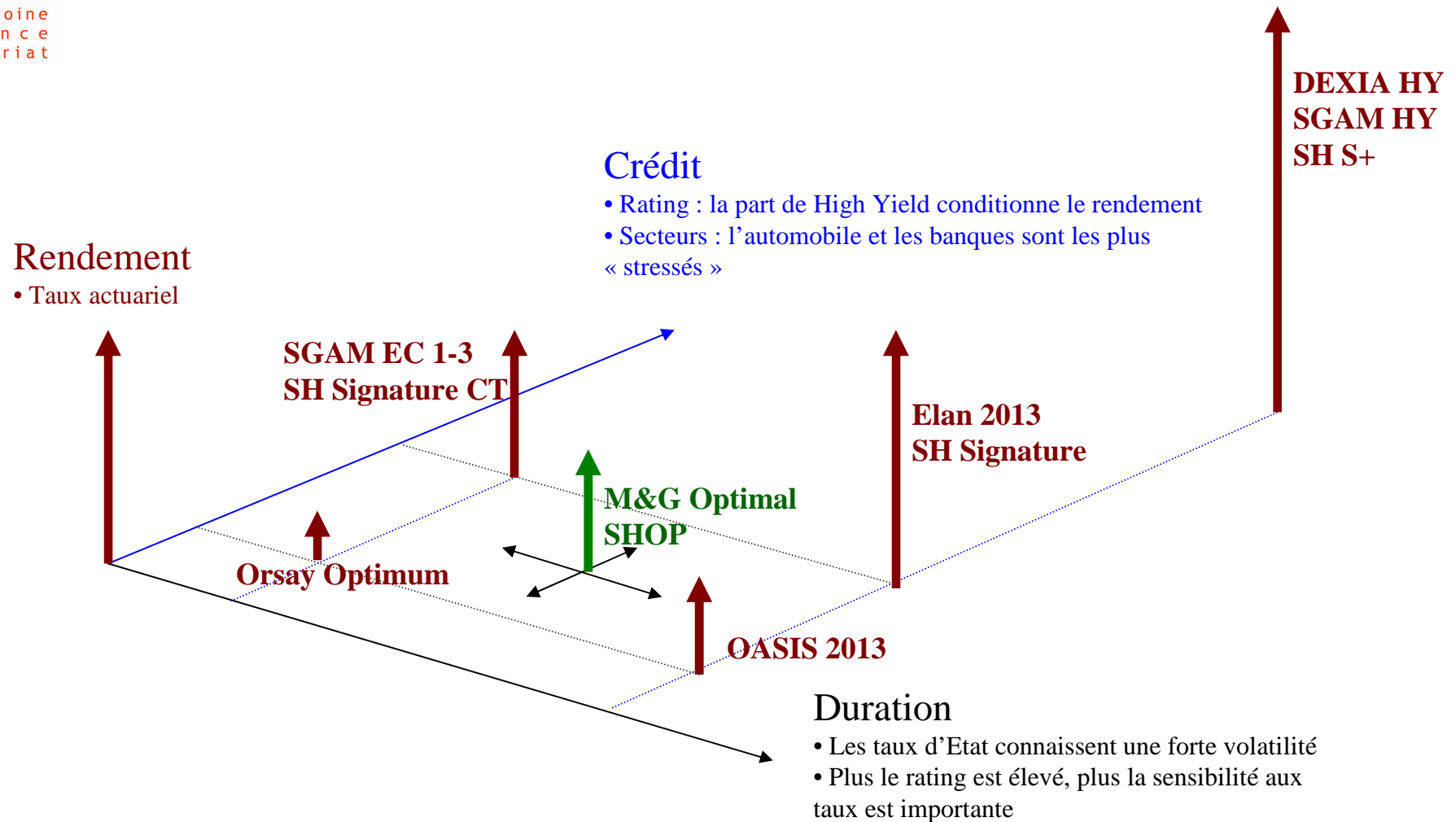
Instantané Page 1/2

Terme 3M - 10Y



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.  
H203-431-2 07-Jan-2009 11:11:02

## Les éléments de différenciation sur les structure de taux



## La solution idéale pour l'investisseur est protéiforme

---

- Combiner les approches fonds ouverts, fonds fermés, fonds diversifiés
  - Diversifier les solutions comme nous l'avons toujours fait
  - Diversification des gérants
  
- **Une opportunité à saisir**
  - **Les spreads ont déjà commencé à se resserrer sur l'IG**
  - **Le High Yield est encore sous pression**
  - **Le marché primaire sera très actif au cours du premier semestre 2009.**