

Les placements à caractère hybride

Intéressants, mais complexes

Certains investissements ne peuvent être assignés à une classe d'actifs définie car ils affichent les caractéristiques de différents investissements conventionnels. Il peut être intéressant de les intégrer dans le portefeuille d'une caisse de pensions, mais cela nécessite du savoir-faire.

EN BREF

Les emprunts hybrides présentent l'avantage d'être souvent assez peu sensibles à l'évolution des taux d'intérêt et les rendements anticipés sont généralement attractifs. L'inconvénient, c'est qu'ils possèdent un profil de risque/rendement complexe et que le nombre de distributeurs et de produits est souvent réduit.

On pourrait définir un placement à caractère hybride (ou placement hybride) comme une forme d'investissement qui, d'un point de vue économique, présente les propriétés de deux ou plusieurs placements conventionnels.

Comme cette définition peut s'appliquer à toutes sortes de formes d'investissement, les placements à caractère hybride forment une constellation hétérogène dont les composantes se répartissent sur différents endroits de l'univers de placement des caisses de pensions (voir graphique).

Définition d'une stratégie de placement intégrant des placements hybrides

Dans le cadre d'une étude ALM, il faudrait étudier la possibilité d'une intégration de placements à caractère hybride dans la stratégie de placement (au long cours). En comparaison avec les placements conventionnels, les placements hybrides présentent un profil de rendement/risque relativement complexe et selon les cas, difficile à cerner sur le long terme. Les séries chronologiques historiques fiables et accessibles manquent en effet souvent, ce qui rend difficile l'analyse rétrospective de placements hybrides tels que les hypothèques ou les mezzanines.

Placements en actions à caractère hybride

Cette forme d'investissement liquide affiche un profil hybride qui reflète par exemple, lorsqu'il s'agit d'actions de sociétés de private equity ou d'infrastructure, les propriétés des actions, plus celles du private equity ou de l'investissement en infrastructure. Les placements de type private equity ont en principe la réputation d'être relativement risqués, les placements en infrastructure sont considérés comme un peu plus conservateurs. C'est

ce qu'illustre la volatilité annuelle historique du marché d'actions au sens large (environ 16%) en comparaison avec celle des actions de private equity (autour de 25%) et celle des actions d'infrastructure (autour de 13%) à l'appui d'indices de référence reconnus.

Emprunts convertibles et à conversion obligatoire

En vertu de l'art. 53 al. 1 OPP 2, les emprunts convertibles comptent comme créances et font de ce fait partie des placements traditionnels au sens de la loi. Il s'agit sans doute de la forme la plus connue d'investissements à caractère hybride. Pendant le délai de conversion, l'investisseur a l'option de convertir l'obligation en actions de l'émetteur à un prix défini à l'avance (prix de conversion).

Les emprunts convertibles présentent généralement une durée plus courte que des obligations traditionnelles comparables et sont de ce fait moins exposés au risque de taux d'intérêt. Une caractéristique qui peut être intéressante dans l'environnement actuel du marché: en cas de hausse des taux, le prix payé sur le marché pour un emprunt convertible baisse moins que celui d'une obligation conventionnelle. Mais alors, une caisse de pensions ne ferait-elle pas mieux de remplacer tous ses placements en obligations par des emprunts convertibles? Pas vraiment. Car l'univers des emprunts convertibles est plus restreint que celui des obligations conventionnelles et il offre donc moins d'opportunités de diversification.

Les emprunts à conversion obligatoire se différencient des emprunts convertibles par le fait que lorsque le capital de base tombe en dessous d'un plancher prédéfini, ils sont automatiquement

convertis en actions de l'entreprise émettrice, que les investisseurs le veulent ou non. Ces emprunts présentent donc des risques plus élevés et sont de ce fait classés comme placements alternatifs.

Hypothèques suisses

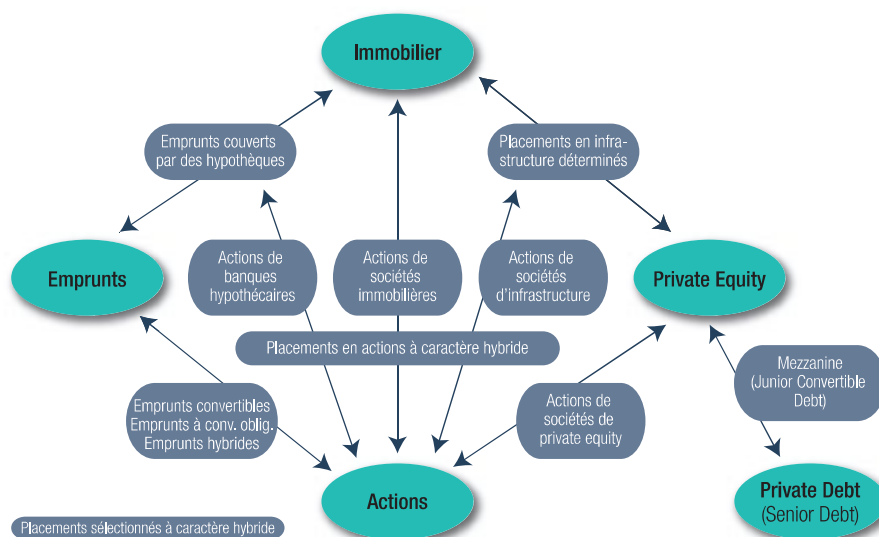
Les titres hypothécaires suisses sont considérés comme créances au sens de l'art. 53 al. 1 OPP 2 et la loi les classe donc dans la catégorie des placements traditionnels. Ils sont assimilables aux prêts couverts par des objets immobiliers. Jusqu'à une date récente, les placements collectifs parvenaient rarement à accéder à ce segment du marché. En plus, ils n'étaient pas toujours ouverts aux nouveaux investissements ou aux augmentations de capital. Mais ces derniers temps, plusieurs distributeurs ont émis de nouveaux instruments collectifs à l'attention des investisseurs institutionnels.

On peut considérer les hypothèques comme les substituts naturels des obligations en francs qui ne sont guère rentables. Mais dans l'environnement de taux actuel, l'organe responsable fera bien d'évaluer l'intérêt d'une telle substitution en se posant les questions suivantes: est-ce que le véhicule envisagé est moins sensible aux taux d'intérêt que ceux d'un portefeuille d'obligations en francs largement diversifié? Dans l'affirmative, le véhicule de placement sera un candidat intéressant, mais il faudra encore analyser de près des facteurs tels que le risque de crédit et d'illiquidité (négociabilité), ainsi que la qualité des objets immobiliers.

Les lettres de gage suisses sont des emprunts garantis par des hypothèques qui forment environ le quart du Swiss Bond Index AAA-BBB. Elles sont donc également considérées comme un placement traditionnel au sens de l'OPP 2.

Emprunts hybrides

Les emprunts hybrides constituent une classe d'actifs attractive dans le contexte de taux actuel, mais relativement peu connue. Aux yeux de la loi, ils comptent parmi les placements alternatifs. Les emprunts hybrides versent un coupon fixe jusqu'à la date du premier appel. Si l'emprunt n'est pas remboursé au pair – comme dans 95% des cas – la rémunération d'intérêt devient normalement variable et l'émetteur a de nouveau



la possibilité de rembourser l'emprunt à intervalles réguliers. Cette construction offre une couverture intéressante contre une tendance haussière des taux, mais les caisses de pensions intéressées doivent composer avec le risque de change et le risque de crédit (notation moyenne = environ BBB+).

Le caractère hybride découle des propriétés suivantes:

- Dans le bilan des sociétés émettrices, les emprunts hybrides occupent un rang inférieur à celui du pur capital tiers, en cas d'insolvabilité ils seront donc servis après toutes les autres obligations, mais avant les actions et les emprunts convertibles. Selon les règles comptables en vigueur, l'émetteur peut donc en principe les compter comme capital propre.
- En tant qu'instrument de placement, l'emprunt hybride a le même comportement qu'une obligation ordinaire jusqu'à la première date d'appel. S'il n'est pas remboursé à ce moment-là, il faut le considérer comme un emprunt à taux variable d'une durée en principe éternelle.

Il n'existe que peu de vendeurs spécialisés dans ce domaine. La plupart des véhicules de placement collectifs contiennent aussi une part importante d'emprunts à conversion obligatoire qui les grevent de risques supplémentaires.

Mezzanines

La loi classe les mezzanines dans les placements alternatifs. Il s'agit en fait

d'une forme de financement privé flexible (pour entreprises) à mi-chemin entre le capital tiers et le capital propre: les créanciers sont en possession de créances de rang subordonné qu'ils peuvent convertir en capital propre de l'entreprise débitrice à des conditions définies à l'avance. Le profil de rendement/risque se situe entre celui du capital propre et celui de créances de premier rang.

Différents vendeurs peuvent construire et gérer des mandats sur mesure.

Comportement de placement des caisses de pensions

Il n'est pas possible de déterminer le volume exact des investissements des caisses de pensions dans les différents placements à caractère hybride car les statistiques en la matière sont trop incomplètes. Tandis que l'allocation en hypothèques se situe entre 1 et 2%, la part d'emprunts hybrides et mezzanines ne dépasse probablement pas 0.5% des actifs globaux. Les emprunts convertibles se situent dans le même ordre de grandeur. Ce qui montre que les caisses de pensions préfèrent les placements conventionnels, sans doute parce qu'ils présentent un profil de rendement/risque plus facile à comprendre et qu'il existe une vaste palette de produits de placement appropriés. ■

Philippe Schlumpf