

# Engouement persistant pour le high yield

Les emprunts obligataires à haut rendement font aujourd'hui partie intégrante de toute allocation d'actifs à long terme.



FABIO FERRA, Managing Director Switzerland  
TODD YOUNGBERG, Responsable des obligations à haut rendement, Aviva Investors, Zurich

Pour les investisseurs qui se voient confrontés à des taux d'intérêt extrêmement bas et à une croissance économique médiocre, les obligations à haut rendement représentent l'une des rares lueurs d'espoir. La demande est élevée, en particulier de la part des investisseurs institutionnels, toutefois pas toujours pour les mêmes raisons. Nombre d'entre eux expriment des besoins particuliers qu'il s'agit de différencier.

LES OBLIGATIONS à haut rendement offrent une bonne diversification à côté de perspectives de rentabilité intéressantes, qui résultent principalement des composantes d'intérêt. Elles semblent avoir une corrélation basse à moyenne avec les autres classes d'actifs à revenu fixe et les actions. Elles offrent ainsi aux investisseurs l'opportunité de diversifier leur exposition aux obligations d'État ou d'abaisser leur risque via une diminution de la part d'actions dans leur portefeuille. En réalité, certains investisseurs considèrent même les obligations à haut rendement comme un ersatz des actions. A long terme, elles ont amené

des rendements comparables à ceux des actions, avec toutefois un risque nettement moindre. Leur volatilité se situe à 50% de celle des actions de sociétés américaines de référence et à 35% seulement de celle du DAX.

LES COMPAGNIES d'assurance semblent avoir une prédilection pour les obligations à haut rendement, qui leur offrent un équilibre attrayant entre le rendement, le risque et le coût du capital, tel que défini par le règlement solvabilité II. Les perspectives des clients misant sur cette classe d'actifs sont diverses, ce qui contribue à créer une solide base d'investisseurs. Tandis que, par le passé, les titres à haut rendement ont attiré plutôt des investisseurs à la recherche d'allocations tactiques, on observe que de plus en plus de clients adaptent leurs stratégies et incluent les titres à haut rendement dans leur allocation d'actifs à long terme.

Toutefois, il ne faut pas perdre de vue que cette classe d'actifs offre des rendements élevés pour une raison bien précise. Elle fournit certes un revenu plus élevé que les obligations à faible rendement, mais sa performance est associée à un risque supplémentaire. A l'intérieur de cette classe d'actifs, on constate une forte disparité entre le rendement des titres qui performant le mieux et le rendement de ceux qui performant le moins bien. Il s'agit d'un marché qui, selon une optique à long terme, ne s'accommode pas d'une approche passive, ni de paris sur les secteurs. C'est pourquoi, pour nouer avec le succès, les investisseurs doivent s'appuyer sur la recherche fondamentale et sur une gestion du risque impeccable.

Au moment de choisir son gestionnaire de titres à haut rendement, il importe de comprendre quel est son objectif en matière de placements. La capacité à investir dans des obligations à haut rendement mondiales offre une vaste palette

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DES ÉTATS-UNIS ET DE L'EUROPE DEVRAIT ENCORE PROTÉGER LES CLASSES D'ACTIFS RISQUÉES.

d'opportunités et de chances d'utiliser les allocations régionales comme de potentielles sources de rendement supplémentaires. Il est également possible d'exploiter les anomalies dans le négoce des mêmes obligations sur divers marchés.

L'ALLOCATION d'actifs à l'intérieur d'un portefeuille offre de nombreuses possibilités également en ce qui concerne les obligations à haut rendement. En tant qu'investisseurs à long terme, qui essaient de maximiser les rendements ajustés au risque au gré des cycles de marché, nous poursuivons une approche conservatrice en nous focalisant résolument sur les obligations à haut rendement de la catégorie BB/B- et sur les placements opportunistes dans les émissions CCC.

A court et moyen terme, il nous semble judicieux de conserver une exposition aux titres à haut rendement. La politique monétaire des États-Unis et de l'Europe devrait continuer à protéger les classes d'actifs risquées. Dans le même temps, le niveau des nouvelles émissions américaines reste élevé. Actuellement, leur rendement semble relativement sain comparativement aux autres classes d'actifs à revenus fixes. De plus, les primes de risques actuelles sont équitablement évaluées en comparaison historique, surtout pour les investisseurs bénéficiant d'allocations stratégiques.

LES TAUX D'INTÉRÊT finiront nécessairement par augmenter, mais cela ne sera pas le signal qu'il faut fuir les obligations à haut rendement. Bien au contraire, les rendements actuels offrent un coussin contre une augmentation des taux d'intérêt. Et cela se traduira probablement par une croissance de la demande en matière d'obligations à haut rendement avec des échéances courtes, du fait que cette classe d'actifs indique une sensibilité relativement faible aux fluctuations des taux d'intérêt et des primes de risque. ■

## BANQUES ET RÉTROCESSIONS

# Plusieurs problématiques en suspens

L'arrêt de principe du Tribunal fédéral rendu le 30 octobre dernier pose diverses questions sur les mandats de conseil, la prescription et les mesures prudentielles.



FABIEN AEPLI, avocat, M.B.L.-HSG, associé et  
SAYEH HUNZIKER, avocate. Cabinet Eversheds, Genève

Les principaux rappels et enseignements de l'arrêt de principe du Tribunal fédéral (TF) du 30 octobre 2012 (4A\_127/2012 et 4A\_141/2012) peuvent être résumés de la manière suivante: (1) l'obligation de restitution du mandataire est un devoir essentiel du mandat qui concrétise l'obligation de fidélité et prévient les conflits d'intérêts; (2) cette obligation de restitution existe notamment pour les commissions d'état (*Bestandespflegekommissionen*, représentant une portion des honoraires de gestion) que les banques reçoivent en fonction des parts de fonds ou des produits structurés détenus par ou pour leurs clients; (3) l'obligation de restitution est la même, que les commissions soient versées à la banque par des sociétés du même groupe ou par d'autres sociétés; (4) le client peut valablement renoncer à la restitution, moyennant une information claire sur les paramètres de calcul et l'ordre de grandeur des rétrocessions.

La gestion discrétionnaire et le conseil (*advisory*) constituent les deux formes principales de mandats dans ce contexte. Or, affirmer que seule la gestion discrétionnaire (voire un type particulier de gestion discrétionnaire) serait concernée par l'arrêt du Tribunal fédéral semble aussi chimérique que prétendre que seuls les gérants indépendants avaient une obligation de restitution (position qui était soutenue par certains milieux et auteurs après l'important arrêt du TF de 2006). Les éléments déterminants sont ici l'existence d'un mandat et la nécessité de prévenir les conflits d'intérêts. Les mêmes questions – devoirs d'information et de restitution – se posent avec les mandats de conseil.

La problématique de la prescription est plus délicate. Les demandes de restitution peuvent porter sur plusieurs années, mais combien? Cette question, simple en apparence, doit être subdivisée en deux: d'une part, la durée de la prescription, d'autre part, le point de départ de la prescription. La durée de la prescription peut être de dix ans (règle générale) ou de cinq ans (règle spéciale pour les prestations périodiques). Certaines rétrocessions (quelle que soit leur dénomination) peuvent en effet revêtir un certain caractère de régularité. C'est en particulier le cas de commissions d'état, en principe payées une fois par année. Ceci ne signifie cependant pas encore que la règle spéciale devrait s'appliquer, en particulier puisque le caractère périodique devrait concerner le droit du client à la restitution, non la réception des commissions par la banque. A cet égard, pour les mêmes raisons que celles prévalant pour le point de départ de la prescription (voir ci-dessous) ainsi qu'à la lumière des informations dont dispose chaque client, le délai de dix ans devrait le plus souvent s'imposer.

LA GESTION DISCRÉTIONNAIRE ET LE CONSEIL REPRÉSENTENT LES DEUX FORMES PRINCIPALES DE MANDATS EN LA MATIÈRE.

Le point de départ de la prescription représente évidemment une question essentielle puisque, quelle que soit la durée, il est possible que la prescription n'ait concrètement pas encore commencé à courir. Dans le cadre de la gestion de fortune, une jurisprudence du TF bien établie (ATF 133 III 37) retient en effet que la prescription ne commence à courir qu'à la fin du mandat. Même si un point du raisonnement n'est pas complètement satisfaisant, cette solution s'impose notamment dans la mesure où elle semble être la seule acceptable en pratique, puisqu'un point de départ en cours de mandat pourrait déboucher sur des situations choquantes voire absurdes.

Et la même solution devrait être retenue pour les différentes formes de rétrocessions, puisque les montants y relatifs devraient le plus souvent – sauf instructions particulières du client – être incorporés aux avoirs sous gestion et suivre leur sort. La situation peut se présenter différemment dans un mandat de conseil, puisque l'exigibilité du droit à la restitution devrait pouvoir intervenir avant la fin du mandat.

S'agissant enfin des récents développements en matière de mesures prudentielles, la FIN-MA a en particulier exigé des banques la prise de contact avec tous les clients potentiellement concernés par l'arrêt du TF pour les informer de cette décision, ainsi que l'indication d'un service disponible pour fournir les renseignements complémentaires. Ces mesures, exigées sans consultation, sont présentées comme découlant de l'exigence prudentielle de la garantie d'une activité irréprochable. Elles vont cependant au-delà de l'arrêt du TF et ont logiquement fait réagir l'ASB et de nombreux établissements, même si leur mise en œuvre a débuté. Quoi qu'il en soit, une forme de transparence proactive s'impose. ■