

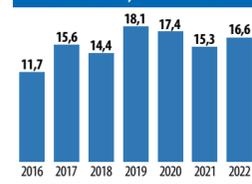
Fonds à échéance Du rendement, sans garantie en capital

► Les fonds obligataires «datés» se sont multipliés avec la remontée des taux d'intérêt.

► Peut-on vraiment se fier à ces produits? Nos explications et nos conseils.

Après la période des taux zéro ou négatifs, qui s'est achevée en quelques mois au début de l'année 2022, l'obligataire a redoré son blason et promet de rapporter à nouveau. Pour lutter contre l'inflation, les banques centrales ont remonté leurs taux directeurs. Les taux longs ont connu une tendance similaire sur le marché. Les emprunts émis par les États ou les entreprises ont suivi le mouvement. Les taux d'intérêt des émissions obligataires d'entreprises à «haut rendement» sont, dans certains cas, montés à 5%, 6%, voire 7%.

Evolution des encours des fonds à échéance, en milliards d'euros



À côté des supports obligataires classiques, les «fonds à échéance» ont eu le vent en poupe ces dernières semaines, comme ce fut le cas à la sortie de la crise financière de 2008 – période après laquelle ils avaient connu une période plus délicate, lorsque les taux très bas limitaient l'attrait de la classe d'actifs obligataires par rapport aux actions, qui offraient des plus-values et des rendements supérieurs. L'année 2022 a, elle, cumulé la baisse des cours des obligations (-15% en moyenne) et des retrais importants. Mais depuis novembre un nouvel engouement est apparu, notamment sur les obligations d'entreprises. Dans cet univers, les fonds à échéance constituent une niche d'une quinzaine de milliards d'euros d'encours sous gestion (voir le graphique). Une trentaine de fonds de ce type ont été lancés ces trois derniers mois.

4 à 6% pour des emprunts à haut rendement

Le portefeuille de ces «fonds datés» est constitué plutôt de dettes d'entreprises, le plus souvent avec des durées de cinq ans. Elles sont supposées arriver toutes à terme avant une date déterminée, qui est celle de la liquidation programmée du fonds. Le fonds propose un objectif de performance, qui correspond à l'encaissement des coupons pendant la période, avant le remboursement du capital à la fin. En misant sur des emprunts d'entreprises à haut rendement, la promesse évolue de 4 à 6% de rendement annuel brut pour un horizon de cinq ans. Mais il s'agit d'un objectif, et non pas d'une rémunération garantie. Du fait de leur compo-

sition, ces portefeuilles comportent un risque en capital. Encourageant une discipline «collective», ces fonds sont plutôt commercialisés sur des périodes de souscription définies, afin de clôturer ensuite les souscriptions et d'investir les versements recueillis dans des titres qui remplissent les critères exigés. Néanmoins, certaines sociétés de gestion laissent l'accès au fonds ouvert, rajoutant éventuellement des frais d'entrée supérieurs si l'on se rapproche de l'échéance. «Pour notre



tion et le conserve jusqu'à la fin. Le remboursement du capital au terme peut s'avérer d'autant plus fructueux que le gérant a acheté les titres non pas à l'émission mais sur le marché secondaire en 2022, avec une décote de 15 à 20%, lors de la baisse prononcée des cours.

La réalité est souvent un peu différente. D'abord le gérant réinvestit les coupons encaissés dans d'autres titres, en espérant ainsi les faire fructifier et augmenter la performance du fonds, au lieu de les garder au chaud et non rémunérés pendant plusieurs années. Il introduit donc dans ce cas un nouveau risque dans le portefeuille.

Pas de vrai bilan avant l'échéance

Si le marché est difficile, le gérant a souvent du mal à ne pas céder à la tentation d'arbitrer sur certains titres dans le portefeuille. Autrement dit, il cède des obligations qu'il devait garder jusqu'à l'échéance, de peur d'un incident sur la société.

Le plus souvent, une proportion comprise entre 70 et 80% du portefeuille est bien conservée jusqu'à l'échéance, mais sur le solde, des positions sont vendues et remplacées par d'autres. Pour éviter de se retrouver en moins-value, le gérant actif surveille en permanence son risque de taux (qui évolue sur le marché, car le cours des obligations baisse mécaniquement quand les taux d'intérêt augmentent) et son risque de crédit (c'est-à-dire la probabilité de défaillance de l'émetteur).

Autrement dit, tant que la ligne d'arrivée n'est pas franchie, il est impossible de faire un vrai bilan pour ces supports (lire l'encadré p. 23). Ce qui n'empêche pas les succès. Certains gérants, d'ailleurs, liquident le fonds avant l'échéance et restituent aux souscripteurs une plus-value supérieure à celle envisagée au départ. Ce qui prouve que ça peut marcher ! Et commercialement, l'effet est garanti. Rares sont en effet les souscripteurs qui refusent alors de réinvestir l'argent restitué dans un autre fonds daté, avec une nouvelle échéance...

Menaces sur la conjoncture

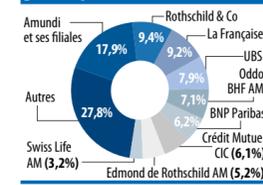
Les obligations d'entreprises offrent actuellement des rendements parmi les plus hauts depuis dix ans. Pour les entreprises européennes les mieux notées, réputées les plus sûres (*investment grade*), le rendement évolue actuellement autour de 4%. Pour celles qui sont plus risquées, à «haut rendement», il peut se rapprocher de 7%. Mais cette promesse d'une amélioration du rendement s'accompagne d'une remontée du niveau de risque. S'il y a une défaillance de l'émetteur, due au ralentissement économique en

Dans le tableau ci-dessous, nous vous présentons quinze fonds à échéance. Ces supports sont soumis à l'agrément de l'AMF avant leur commercialisation. L'avantage de ces nouveaux portefeuilles, c'est qu'ils ne «traînent» pas d'obligations anciennes à taux faible. Le fonds Sycodyield 2026, de Sycamore AM, est par exemple investi principalement dans des obligations d'entreprises à haut rendement notées BB, une note plutôt bonne dans la catégorie. Près des deux tiers du portefeuille sont investis dans des entreprises dont le risque de crédit est modéré (Accor, Renault, Faurecia). Parmi les sociétés moins bien notées (simple B, sur 20% du portefeuille), figurent des groupes plutôt défensifs comme la chaîne de surgelés Picard. La société de sécurité Verisure dispose aussi d'un profil moins dépendant du cycle économique.

Pour une clientèle avertie

De son côté, Oddo BHF AM a lancé en décembre Oddo BHF Global Target 2028, investi dans la dette mondiale à haut rendement à notation comprise entre BB+ et CCC, avec une maturité n'excédant pas le 1^{er} juillet 2029, pour un remboursement du fonds prévu le 31 décembre 2028. Le rendement brut à maturité est estimé à plus de 7% (hors éventuel défaut). Le fonds détient 86 lignes. Les intérêts sont capitalisés, mais une part de distribution est aussi proposée [code FR001400C825]. Les frais de gestion atteignent 1,1%. Une commission de surperformance de 10% est appli-

Part de marché des sociétés de gestion pour les fonds à échéance



quée au-delà d'un rendement annuel brut de 3,3%.

On peut également retrouver les fonds de certains gestionnaires dans l'offre multisupport d'un assureur vie. C'est le cas d'Edmond de Rothschild Sicav Millelima World 2028 et de sa version déclinée pour la MACSF (Objectif 2028 Edmond de Rothschild).

En conclusion, les fonds à échéance semblent plutôt convenir à une clientèle avertie. On les trouve surtout dans des gestions privées ou dans l'offre multisupport de certains contrats d'assurance vie. Ils n'offrent pas de garantie en capital, mais ils peuvent trouver leur place dans une allocation équilibrée, à titre de diversification.

Laurent Saillard

Ne confondez pas rendement final et promesse de rendement

De nombreux fonds à échéance font miroiter une rémunération attrayante. Les rendements bruts attendus oscillent entre 3,5 et 8% par an. Avec le portage des obligations jusqu'à leur échéance, le rendement final (coupons + remboursement du capital) peut sembler relativement sécurisé, sauf si une entreprise du portefeuille fait défaut – un événement qui peut survenir pour des obligations à haut rendement (*high yield*), dont le taux d'émission est plus élevé parce que la notation de l'émetteur est moins bonne. Mais vous ne le subirez qu'au moment de la clôture du fonds.

Verdict à la liquidation. Les coupons sont encaissés par le fonds, qui les réinvestit dans le portefeuille (sauf s'il y a une part distribution). Les éventuelles plus-values (taxées à 30% au PFU, et dans une moindre mesure si le fonds est détenu en assurance vie) ne seront donc réalisées qu'au moment de la restitution de la valeur de vos parts, lors de la liquidation, et c'est ce montant final qui décidera de ce qu'a été en définitive le rendement annuel réel de votre placement. Le rendement estimé présenté lors de la souscription n'est donc qu'une simulation effectuée à partir de l'actif du portefeuille de départ et du niveau moyen des intérêts que chaque émetteur d'obligations s'engage à verser chaque année. Certaines positions du fonds peuvent, dans l'intervalle, être impactées par une récession ou une crise économique. Le raisonnement est que, malgré tout, sur une période de cinq ans par exemple, le risque économique s'amenuise, et une entreprise défaillante peut revenir à meilleure fortune (hors faillite).

Grand retour de l'obligataire. Avec ces supports, des portefeuilles d'obligations reviennent en tout cas concurrencer les actions. Des taux proches de zéro ou négatifs ont longtemps alimenté la croyance qu'il n'y avait pas d'alternative aux valeurs cotées. Mais la forte remontée des taux d'intérêt en 2022 a rebattu les cartes.

Quinze fonds obligataires à échéance commercialisés en France

Nom [code isin]	Émetteur	Échéance	Actifs sous gestion	Principales lignes
Tikehau 2027 [FR0013505450]	Tikehau	31 déc. 2027	246,4 millions d'€	Ecofi Tréso, Banco Portugues, Cirs, Intrum, Inpost.
R-co Thematic Target 2026 High Yield [FR0013476231]	Rothschild & Co	31 déc. 2026	242,8 millions d'€	Afflelo, Picard, BCP Modular, Goldstory, Edreams.
SLF (LUX) Bond High Yield Opportunity 2026 [LU2182441571]	Swiss Life AM	30 juin 2026	227,1 millions d'€	Air France-KLM, Goldstory, Dufry, Ineos, CT Inv.
La Française Rendement Global 2028 [FR0013439403]	La Française	31 déc. 2028	182,1 millions d'€	VZ Vendor, Valeo, Lufthansa, Faurecia, Loxam, IAG.
Sanso Objectif Durable 2024 [FR0010813329]	Sanso IS	31 déc. 2024	157,9 millions d'€	Rolls Royce, Nokia, Loxam, Ball, Intrum.
Lazard Credit 2027 [FR001400CC99]	Lazard Frères Gestion	31 déc. 2027	140,8 millions d'€	Bank of Ireland, Société Générale, Orano, AIB.
Ofi Invest High Yield 2027 [FR0013511474]	Ofi Invest AM	31 déc. 2027	111,7 millions d'€	Südzucker, Saipem, CMA CGM, Rexel, ICA.
Ed. de Rothschild Sicav Millelima World 2028 [FR0014008W22]	Ed. de Rothschild AM	31 déc. 2028	108,2 millions d'€	TDC, Dufry, Netflii, Iliad, Lufthansa, Embraer.
Pluvalca Credit Opportunities 2028 [FR001400A1J2]	Arbevel	31 déc. 2028	92,2 millions d'€	Lufthansa, Sécché Env., IGame Techno, Sappi, Orano.
MAM Target 2027 [FR0014009BL0]	Meeschaert AM	31 déc. 2027	81,1 millions d'€	Lorca Telecom, Dufry, Lufthansa, SFR, Lottomatica.
Carmignac Credit 2027 [FR00140081Y1]	Carmignac	30 juin 2027	66,3 millions d'€	Sani-Ikos, BNP Paribas, Volksbank, Palmer, Trinitas.
Apicil Haut Rendement 2027 [FR0014009TV1]	Apicil	31 déc. 2027	64,3 millions d'€	Xtrackers, Orano, Valeo, Altice, Derichebourg, Bevco.
Sycodyield 2026 [FR001400A6Y0]	Sycamore AM	31 déc. 2026	51,5 millions d'€	Azzurra Aeroporti, Valeo, Adevinta, Coty, Fnac Darty.
Oddo BHF Global Target 2028 [FR001400C7W0]	Oddo BHF AM	31 déc. 2028	16,2 millions d'€	Iliad, Teva, Masmovil, Parts Europe, Cirs Finance.
Gefip Obligations 2025 [FR001400CDY9]	Gefip	31 mars 2025	14,8 millions d'€	Italie 5%, Crédit Agricole, Cardif, Intesa, Leonardo.

Données arrêtées au 25 janvier 2023. Sources: Morningstar et sociétés de gestion.

Le Revenu

Découvrez nos offres d'abonnement à partir de

8€90/mois

sans engagement

boutique.lerevenu.com

Disponible sur

GET IT ON