



1. Obligations non-notées : calibration, risque/rendement

Comme indiqué en page 2 de nos rapports de gestion mensuels, les expositions actuelles de H2O Adagio, H2O Allegro, et H2O MultiBonds aux obligations de crédit d'entreprises non-notées représentent +4,3% et +9.7% and +8,3% de l'actif net de ces fonds au 20/06/19¹.

Pour rappel, les stratégies d'H2O sont principalement mises en place par le biais de contrats Futures et de contrats de change à terme, ce qui libère une grande part de liquidité dans les fonds (par exemple, les placements monétaires représentent +56% de l'actif net de H2O Adagio).

Il est important de mettre en perspective ces investissements, de l'engagement total du portefeuille sur les marchés. Ces positions sont marginales en comparaison aux stratégies global macro sur la dette souveraine et le marché des devises ;

De plus, il est important de rappeler que ces positions sont calibrées en fonction du niveau de risque des portefeuilles à hauteur de 5% de l'actif net pour les produits les plus défensifs et autour de 10% pour les fonds avec des budgets de risque plus significatifs.

Aujourd'hui, cette exposition est répartie sur 9 émissions, représentant de 0.2% à 2.7% de l'actif net des fonds, dont :

1. Chain Finance 7.75% 2020, collatéralisée par les sociétés du groupe Sapinda, à savoir : Smashcast (la plateforme de retransmission d'événements sportifs la plus importante au monde, en dehors de l'Asie), Avatera Medical (un fabricant allemand spécialisé dans la production de robots chirurgicaux), et Fyber N.V (une entreprise spécialisée dans la publicité sur téléphonie-mobile) ;
2. Civitas Properties Finance 4% 2022, adossée à de l'immobilier résidentiel allemand ;
3. DeGros Holding 6.5% 2023, émise par une société de logistique allemande ;
4. ADS Securities Funding 6.5% 2023, une institution financière basée à Abu Dhabi ;
5. La Perla Fashion Finance 7.25% 2023, le célèbre fabricant italien de lingerie de luxe ;
6. Trent Petroleum Finance 8.5% 2023, une société d'exploitation pétrolière ;
7. Everest MedTech B.V. 5% 2024, adossée à Avatera Medical (voir ci-dessus) ;
8. Voltaire 7% 2023, WildBunch une société de distribution cinématographique française ;
9. Rubin Robotics B.V. 5% 2024, une obligation convertible collatéralisée par Avatera Medical.

Ces placements privés sont «liés à Lars Windhorst» dans la mesure où ils nous ont été proposés par Lars Windhorst, dont la société, Tennor Holding (anciennement Sapinda Holdings), détient les actions des sociétés émettrices, à l'exception d'ADS Securities ;

¹ Ces expositions ont été systématiquement et intégralement divulguées dans nos fiches mensuelles, dans les rapports semestriels et annuels du fonds, ainsi que dans des notes régulières émises par H2O en février, août et octobre 2018, et plus récemment en mai 2019. Elles ont également été discutées lors de demandes ponctuelles avec les clients en réunion. H2O n'a jamais eu l'intention de masquer ces investissements aux clients finaux.

Les sociétés susmentionnées, gérées de manière indépendantes, émettent des placements privés, avec des conditions spécifiques (clauses contractuelles, garanties et coupons), et dont le niveau de séniorité est celui d'un investissement obligataire. Chacun de ces placements privés possède un identifiant unique (ISIN);

La nature de ces placements privés est comparable à celle des *collateralized securities*, dont les cash-flows sont versés à intervalle régulier et le principal remboursé à échéance. Si un événement de crédit survient, ces obligations peuvent générer des coupons inférieurs ou un allongement de maturité ;

Les placements privés, auxquels les fonds H2O sont exposés, concernent des sociétés européennes totalement indépendantes, allant d'un fabricant d'équipement médical allemand à un fabricant italien de lingerie de luxe, en passant par la diffusion cinématographique, l'exploitation pétrolière, l'immobilier et l'e-commerce. En conséquence, ils exposent les fonds à un portefeuille d'obligations à court terme à haut rendement, très diversifiées, qui peuvent être détenues jusqu'à maturité ou être traitées dans le marché, quand bien même, celles-ci nous ont été présentées par un apporteur d'affaire unique (voir ci-dessous);

Ces investissements sont une réelle source de diversification par rapport à nos autres positions obligataires (souveraines et d'entreprises), en particulier lorsque nos fonds subissent de fortes baisses ;

Les ratios de détention par émission et par fonds sont contrôlés et plafonnés à 10%.

2. Contribution à la performance

Depuis 2015, les placements privés constituent une source de rendement et de diversification, au frais d'une liquidité évidemment inférieure. Veuillez trouver ci-dessous la contribution de ces titres à la performance de H2O MultiBonds et de H2O Adagio depuis 2015 :

	2015	2016	2017	2018	2019
H2O Adagio	0.22%	0.29%	0.87%	0.75%	0.17%
H2O MultiBonds	0.23%	0.17%	1.55%	1.70%	0.36%
H2O Allegro	0.42%	0.15%	1.18%	1.34%	0.13%

Source : H2O AM et CACEIS. Données au 20/06/2019.

3. Le partenariat H2O – Lars Windhorst

Au cours des quatre dernières années, Lars Windhorst nous a présenté de bonnes opportunités d'investissement et s'est révélé un partenaire commercial fiable. De plus, le partenariat que nous avons construit au fil des années nous a permis de participer à des transactions à des conditions que nous jugeons favorables pour nos fonds. Nous n'aurions vraisemblablement pas été en mesure d'obtenir ces mêmes conditions si nous avions multiplié les contreparties. Conformément à notre processus d'investissement, nous préférons opter pour des positions peu nombreuses mais correctement calibrées ;

Dans le cadre de notre partenariat, H2O a eu la possibilité de souscrire à des obligations à court terme (maximum 5 ans) émises par ces différentes sociétés européennes. À cet égard, les intérêts de Tennor et de H2O sont parfaitement alignés. Il va sans dire qu'il n'existe aucune rémunération / compensation financière entre les deux sociétés, aussi bien au niveau personnel qu'institutionnel ;

Cela ne sous-entend pas pour autant qu'H2O investit à l'aveugle dans ces opérations. En 2015, suite à l'arrivée de Pascal Dubreuil, spécialiste des marchés de crédit, le comité exécutif d'H2O a décidé de diversifier les positions obligataires gouvernementales des fonds en intégrant des positions de crédit (AT1 & Cocos) dont des placements privés. Nous avons alors pris la décision de ne pas nous tourner vers le marché américain, déjà très cher et très saturé, ni vers le marché anglais, qui s'apprêtait à faire les frais du référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'UE, mais plutôt vers le marché européen qui offre de belles opportunités mais, sans nul doute, au prix d'une moindre liquidité ;

Des opérations de due diligence ont été conduites *in situ* par les équipes d'H2O afin d'évaluer les ambitions de développement et la solvabilité des sociétés-cibles. A ce titre, Pascal Dubreuil s'est rendu à Bologne l'an dernier afin d'effectuer une étude approfondie de La Perla, idem pour Avatera, à Jena en Allemagne. Enfin, s'agissant d'émissions primaires, et en tant qu'investisseur majeur, H2O est totalement impliqué dans la négociation des clauses contractuelles et du niveau de collatéralisation des obligations ;

En début d'année, Bruno Crastes a demandé la création d'un conseil consultatif (non exécutif) au sein de Tennor Holding, où il siège actuellement. Cette décision était pleinement justifiée par la nécessité de surveiller de près les investissements de H2O dans ces différentes sociétés, notamment au niveau de la gouvernance. Bruno Crastes n'a aucun intérêt personnel dans cette fonction : il n'est pas rémunéré, il n'y a pas de contrat, et il n'y a aucune intervention de sa part dans la gestion de ces sociétés. Aucune information confidentielle n'est partagée dans le cadre de ce comité.

4. Politique de valorisation

La valorisation des fonds communs de placements (FCPs) d'H2O incombe à CACEIS, l'administrateur des fonds, et repose sur des prix de marchés publiés par des tiers. Pour les instruments dérivés listés, les cotations proviennent directement des marchés boursiers. Pour les contrats à terme, les valorisations peuvent être obtenues auprès de contreparties, et ce, en accord avec la directive UCITS en vigueur. Lorsque de tels prix ne sont pas disponibles, le comité de valorisation de H2O, qui est totalement indépendant de l'équipe de gestion, décide de la meilleure méthode de valorisation ou du référentiel de prix le plus approprié afin que la valorisation des titres concernés soit juste, et ce, dans le respect des exigences de la directive UCITS.

Sur les 9 placements cités en page 1, 5 sont considérés comme des actifs de « niveau 3 ».

En d'autres termes, ces papiers :

- ne sont pas officiellement listés (à ne pas confondre avec l'absence de notation), donc les prix doivent être évalués quotidiennement par le département des risques d'H2O, en accord avec sa politique de *Fair Value Pricing*, et soumise à CACEIS ;
- sont listés, mais font l'objet d'une décote déterminée par H2O.

La valorisation de ces titres est transmise quotidiennement à CACEIS via une « Price List ».

Sur ces cinq obligations, trois d'entre elles (Chain, DeGros et Trent) sont listées (cotation active sur Bloomberg) mais sont volontairement soumises à une décote qui varie entre 5% et 15%, afin d'augmenter leur prime de liquidité et ainsi protéger les porteurs des fonds en cas de baisse de liquidité.

Les deux autres obligations (Everest & Rubin) ne sont pas cotées, et sont donc valorisées par H2O avec une décote.

Au sein d'H2O Adagio, les expositions à Chain, DeGros, Everest, Trent et Rubin Robotics représentent un total de 2.8% de l'actif net, 6.5% pour H2O Allegro et 5.8% pour H2O MultiBonds (20/06/2019).

L'équipe crédit d'H2O est responsable de la politique de *Fair Value Pricing*. Sur la base de nos anticipations des cash-flows futurs, cette politique consiste à coter ces placements privés à mi-chemin entre leur prix d'émission (probablement remboursés à l'échéance) et leur prix stressé en cas de remboursement anticipé dans des conditions de liquidité de marché difficiles.

5. Profile de liquidité des fonds

Le département des risques d'H2O contrôle le risque de liquidité de tous les portefeuilles en estimant le coût de la liquidation dans divers scénarios.

Dans des conditions normales de marché, le coût de liquidation est calculé sur la base des bid-ask spreads actuels.

Pour calculer le coût de liquidité dans des conditions extrêmes de marché, le département des risques segmente le portefeuille en plusieurs catégories, et applique une décote sur chacun des actifs en portefeuille. La décote appliquée correspond au spread mid-bid le plus large constaté sur la période 2010-2019.

Au 29 mars 2019 :

H2O MultiBonds	Relative loss (in basis points)		
	20% redemption	30% redemption	40% redemption
Normal market conditions	-4	-6	-8
Stressed market conditions	-31	-47	-62

Source: Département des risques d'H2O.

Veillez noter qu'une politique de *Swing Pricing* est également en vigueur dans la plupart de nos OPCVM (y compris H2O Adagio & H2O MultiBonds) afin d'assurer une répartition équitable des coûts d'entrée / de sortie entre les anciens et les nouveaux détenteurs de parts. Il est mené par le directeur des investissements de H2O conjointement avec le responsable du département des risques de H2O.

Rédigé par H2O AM, à Londres, le 20 juin 2019.