

La chronique des convertibles

De nouvelles émissions pour un montant record

Obligataire Sur 8,5 mois, le total en rythme annuel est de 134 milliards de dollars, plus que les 115 milliards par an des treize dernières années

Giuseppe Mirante*

Le marché mondial des obligations convertibles est loin d'égaliser la taille de celui des obligations ordinaires. Cependant, cette année, les nouvelles émissions ont fait un réel «tabac», et ceci autant du point de vue de l'offre que de celui de la demande des investisseurs. En effet, en 2009, elles se sont montées à près de 95 milliards de dollars (fin novembre).

Ce chiffre est d'autant plus marquant qu'il y a pratiquement eu six mois, entre mi-septembre 2008 et mi-mars 2009, sans aucune nouvelle émission. Ainsi, si nous annualisons ce chiffre sur 8,5 mois, le rythme réel se situe à 134 milliards dollars, un niveau dépassant largement la moyenne des émissions des 13 dernières années, qui s'inscrit à 115 milliards.

Cet engouement retrouvé s'explique par la configuration actuelle des marchés boursiers et des crédits. En effet, avec des *credit spreads* toujours élevés et des cours en bourse restant relativement bas par rapport à 2007, les obligations convertibles sont le meilleur compromis entre d'une part l'émetteur, c'est-à-dire la société cherchant à se financer à bon compte voire à émettre des actions, et d'autre part l'investisseur, quelque peu frileux pour se lancer dans le marché des actions. Grâce

à l'obligation convertible, celui-ci va prendre une exposition sur un titre en bénéficiant de la sécurité du support obligataire.

La plus grande partie de ces nouvelles émissions, 42%, nous vient d'Europe. Les Etats-Unis viennent juste derrière avec 37%, puis l'Asie du Sud-Est (12%). Le marché le plus décevant est le Japon. Avec seulement 5%, il est le grand absent de la scène internationale, même si ces dernières semaines ont vu apparaître plusieurs émissions nippones.

«Les investisseurs ont toujours tendance à fuir les échéances longues»

Il faut aussi admettre que les termes des nouvelles émissions étaient nettement plus attractifs en début d'année qu'aujourd'hui. Les émetteurs profitent de la demande élevée pour ce genre d'actifs convexes. Ainsi, si le coupon moyen à fin mai 2009 se situait encore à 5,19%, il baissait à 4,62% à fin novembre. La prime de conversion moyenne (l'éloignement en pour-cent du prix de conversion par rapport au cours actuel de l'action) reste stable à 23,9%, niveau conférant aux obligations convertibles une sensibilité à la

variation de cours de l'action sous-jacente plutôt élevée.

Quant à l'échéance moyenne des émissions, elle est passée d'avril 2015 à mars 2016. Cela reste assez court, les investisseurs ayant toujours tendance à fuir les échéances plus longues, effrayés par une perspective de hausse inéluctable sur cet horizon de temps. La qualité moyenne des émetteurs est aussi plutôt stable avec un rating moyen de BB sur l'échelle de notation de S & P.

Le marché des obligations convertibles a donc clairement le vent en poupe. Le mouvement semble s'être encore accéléré ces derniers temps, les jours sans nouvelles émissions étant rares. Il y a fort à parier que cette tendance se poursuivra en 2010, avec des marchés incertains. Après s'être tendus comme un élastique, ceux-ci risquent fort de nous faire mal aux doigts un jour, comme le disait récemment un investisseur avisé. Alors quel meilleur compromis que les obligations convertibles, qui, tout en restant modérément exposées aux potentiels gains des actions, nous protègent de manière optimale en cas de baisse grâce au «parachute» obligataire incorporé de série?

*Responsable de l'équipe de gestion des fonds IFF Fund Global Convertible Bonds, IFF Fund Management SA, Pully, mirante@ifffund.ch

L'avis de l'expert

Français ayant un compte hors de France: présumé coupable?

Fiscalité La création de la base de données «Évafisc» de relations bancaires à l'étranger va à l'encontre de la présomption d'innocence



Claude Charmillot*

La création par le Ministère français du budget d'un fichier au nom évocateur d'«Évafisc» a été officialisée le 5 décembre, après la publication d'un arrêté du ministre au Journal officiel. L'ambition est de créer, avec la coopération des établissements bancaires français, un fichier automatisé des contribuables français détenant des comptes bancaires à l'étranger et ainsi de les identifier, que ce soient des particuliers ou des entreprises.

A cette quête d'informations, le ministre du Budget va demander aux banques à l'étranger de coopérer et ceci en application des conventions fiscales conclues par la France, qui prévoient une assistance administrative internationale. En pratique, le gouvernement espère doter le fisc français d'une nouvelle arme dans sa chasse aux «évadés fiscaux».

L'informatique va devenir un délateur zélé en permettant de constituer rapidement une base de données dans laquelle vont être stockées, pendant dix ans, toutes les informations sensibles, telles que l'identité des personnes, l'identification des comptes ban-

caires détenus avec le montant des soldes et des virements.

Le ministre du Budget précise qu'il ne s'agit que d'établir une base de données permettant par la suite à la direction générale des finances publiques d'enquêter et de, rapidement, sanctionner. Car, bien entendu, le simple fait de posséder un compte bancaire hors de France n'est pas un délit. En fait, le délit est de ne pas avoir déclaré au fisc français l'existence d'un tel compte.

Il est légitime que le gouvernement d'un Etat démocratique fasse appliquer les lois adoptées par la «volonté du peuple». Et il est normal que cet Etat se dote des instruments nécessaires à assurer une égalité de traitement, surtout dans le domaine fiscal.

Toutefois, ceci devrait s'effectuer dans le respect des droits des citoyens et éviter d'adopter des mesures frisant la délation, instituée de manière étatique, pour capturer des «évadés fiscaux» afin de les punir.

Lorsqu'un Etat, qui est l'émanation d'un ensemble de citoyens qui veulent vivre dans une organisation sociale, considère que chaque citoyen «ouvrant un compte à l'étranger» est un suspect, on peut s'inquiéter sur sa réelle compréhension du problème de la fiscalité par les membres de ce gouvernement.

Une saine compréhension est plus à rechercher dans le modèle américain que dans ce nouveau modèle français. Un Etat fier de

ses citoyens-contribuables doit leur faire confiance en partant du principe que leur déclaration d'impôt et leur inventaire de fortune sont corrects. Et, si lors d'une vérification cette déclaration s'avère fautive, inexacte ou incomplète, sanctionner cette violation de la confiance de manière proportionnelle à la faute.

Un Etat suspicieux, fouineur et traqueur ne va pas améliorer sa relation avec les contribuables «ciblés». Il prend même le risque que les contribuables-citoyens réagissent de manière totalement contre-productive pour l'Etat lui-même en étudiant des possibilités de délocalisation personnelle.

En conclusion, cette récente décision du gouvernement français pour traquer ses citoyens-contribuables est source d'inquiétude pour le simple respect de la sphère privée et de la présomption d'innocence. Ainsi, au pays de la Déclaration des droits de l'Homme, on s'organise dans une collectivisation globale en dévalorisant la responsabilité personnelle pour un résultat qui ne sera qu'un feu de paille. N'aurait-il pas été préférable que ce gouvernement mette en place une profonde réforme d'un système fiscal archaïque en optant pour une plus grande responsabilisation du citoyen-contribuable, le rendant auteur et fier d'être citoyen de son Etat. Au lieu de le supposer «tricheur»?

*GenevaPrivateOffice SA, c.charmillot@bluewin.ch

La chronique de la private equity

Assainir les placements calamiteux



Hans van Swaay*

Les gigantesques rachats (*buyouts*) réalisés par des sociétés comme KKR, Blackstone, Permira, Carlyle Group, Bain Capital et Goldman Sachs ont caractérisé la période *bling-bling* de l'économie, marquée par une consommation mondiale de capital-risque voyante et insoutenable. Les fonds levés en 2004-2005 ont très bien performé, tirant avantage d'un crédit bon marché pour refinancer des sociétés et retourner rapidement l'argent aux investisseurs, parfois moins d'un an après l'investissement.

Ces fonds sont ceux qui ont le mieux performé de toutes les catégories de capital-risque, générant 21,9% en trois ans jusqu'en décembre 2007, selon l'Association européenne du capital-risque. Ces bonnes performances ont attiré de plus en plus de capital et de nouveaux investisseurs, avec 707 milliards de dollars levés pour de gigantesques prises de participation entre 2006 et 2007, selon Venture Economics.

Mais les investisseurs ont vu s'évanouir une partie de la valeur de leurs placements au moment où le crédit s'est asséché et la planète a plongé dans la récession.

Alors, quelles sont les classes de capital-risque attrayantes aujourd'hui? Recyclage et récupération sont les deux mots clés

en matière d'investissement, avec des émissions secondaires et des assainissements qui voient arriver des flux de capitaux croissants. A l'inverse, les segments autrefois populaires, tels que les prises de participation, ont vécu une chute dramatique. Les gigantesques prises de participation sont *out*, et les petites sont *in*.

Les opportunités d'investissement dans des entreprises en détresse vont augmenter, les dettes accumulées durant les années d'euphorie devant être refinancées durant les trois ans à venir. Les professionnels des restructurations disent qu'il n'y

«Les restructurations de bilans de sociétés saines constituent le meilleur segment de ce marché»

a pas suffisamment de capital sur le marché pour financer ces entreprises et qu'ils devront être capables de détecter les perles rares. Il manque également d'experts disposant d'une véritable expérience de l'assainissement, du fait qu'il n'y a pas eu de sérieuse récession depuis le début des années 1990.

Les restructurations de bilans d'entreprises saines mais devant refinancer un onéreux fardeau de dette constituent le meilleur segment de ce marché. La dette peut être achetée à un prix très inférieur à sa valeur nominale, les exigences en fonds propres sont minimales.

Les restructurations opérationnelles sont beaucoup plus

déliçates. Historiquement, elles ont raisonnablement bien performé, générant un taux de rendement interne (IRR) médian de 10% environ entre 1996 et 1999, et de 15-30% de 2000 à 2005, selon Prequin. Mais les risques sont élevés. La tentative désastreuse de sauver Chrysler est bien documentée et TPG Capital a perdu 1,3 milliard après avoir injecté 7 milliards de dollars dans le capital de Washington Mutual (WaMu).

Autre problème pour les investisseurs de ces fonds, l'exigence en fonds propres dans les assainissements les plus réussis est généralement basse – dans certains cas ils sont même payés pour prendre soin de cas difficiles – et les fonds avec le meilleur palmarès sont excessivement courts et difficiles d'accès. Or, investir dans meilleurs fonds – et les identifier – est la clé du succès dans le *private equity*, une classe d'actifs où les écarts de rentabilité sont importants.

Les transactions sur le marché secondaire restent attrayantes pour les acheteurs. En 2009, il y a eu peu d'opérations, principalement en raison du fossé entre les attentes des vendeurs et des acheteurs. Ces deals vont augmenter en 2010.

Mais il ne faut vendre qu'en dernier recours. Le taux de divorce diminue pendant les récessions parce que divorcer coûte cher. Cette loi se vérifie également dans le capital-risque. Se séparer d'un engagement dans un fonds ouvert est coûteux et les investisseurs seraient bien avisés de s'assurer qu'ils ont étudié chaque option avant de rompre.

*Associé, Lyrique.

PUBLICITÉ

www.oysterfunds.com

OYSTER Funds

SYZ & CO OYSTER Funds

Banque SYZ & CO SA || Genève | Zurich | Lugano | Locarno
OYSTER est une SICAV de droit luxembourgeois. Le prospectus et les derniers rapports annuels et semestriels peuvent être obtenus sans frais auprès de la Banque SYZ & CO SA, Rue du Rhône 30, C.P. 5015, CH - 1211 Genève 11, représentant et agent payeur en Suisse.