

Gros plan sur un marché

Obligations convertibles

# Un outil pour négocier le virage des marchés en 2011

**Stratégie de placement** Entre bourse et emprunts, les obligations convertibles ont bien joué leur rôle d'amortisseur des secousses des marchés en 2010. L'an prochain, celles-ci pourraient permettre d'éviter les problèmes obligataires tout en profitant du redémarrage des marchés actions



Giuseppe Mirante\*

2010 touche à sa fin et le moins que l'on puisse dire est que cette année n'aura pas été de tout repos. Les grandes convictions et concepts politico-économiques, qui avaient encore pu survivre au tsunami financier de 2008, ont été fortement ébranlés.

Face à des Etats d'Europe occidentale dont les emprunts faisaient jusqu'ici indiscutablement partie du «très noble» univers «investment grade» et avec des agences de notations toujours en retard d'une guerre, la crise de crédit – ou de crédibi-

lité, devrait-on s'amuser à dire – a fait de réels ravages. A en croire les économistes, cette problématique risque bien de nous accompagner en 2011. A moins que l'Union européenne ne se décide enfin à faire preuve de cohésion...

**Une attitude «attentiste» consistant «à demeurer trop investi en obligations risqué de coûter cher l'année prochaine»**

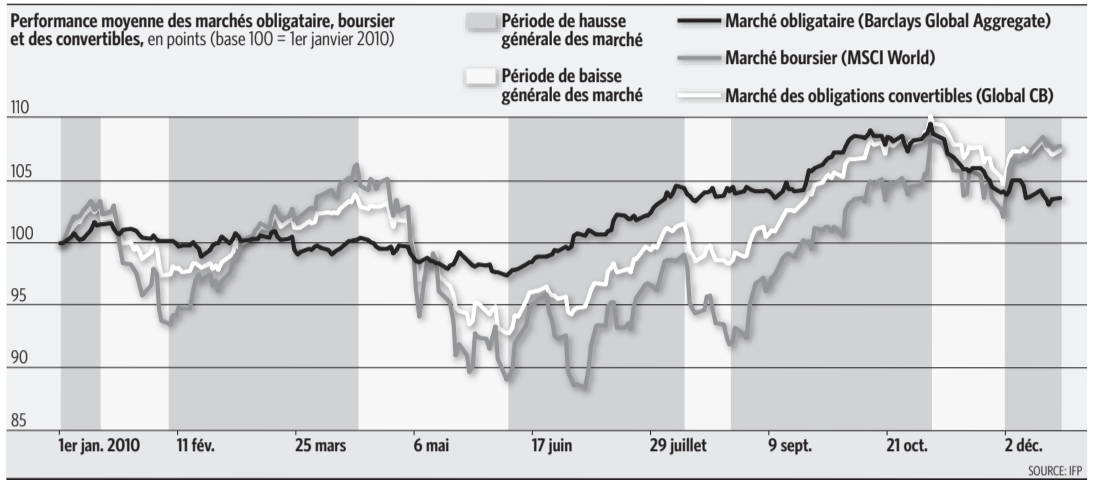
Cet environnement macroéconomique ne pouvait qu'avoir un impact important sur les devises et donc sur le coût de certaines matières premières ou métaux précieux.

Si l'on met ceci dans la balance de la comparaison internationale, la Suisse constitue un fantastique îlot de stabilité économique et politique en ce moment. C'est donc logiquement que le dollar et l'euro ont perdu respectivement 7,5% et 15,5% face au franc suisse en 2010. De quoi laisser quelques plumes pour les gérants suisses n'ayant pas l'habitude de protéger le risque monétaire.

Ainsi, même si les pièges n'ont pas manqué, il n'en demeure pas moins que les obligations convertibles ont extrêmement bien joué leur rôle d'amortisseur de coups durs tout au long de l'année, en montrant aussi une performance exemplaire lors des rebonds de marché.

Ceci est parfaitement illustré dans le graphique ci-contre. On remarque clairement lors des périodes de baisse, que, même si

## Les convertibles jouent leur rôle d'amortisseur



les convertibles tendent à accompagner en partie la chute des actions, celles-ci réussissent néanmoins à extrêmement bien amortir les chocs, en se corrélant à nouveau avec l'univers obligataire ordinaire. Ce dernier étant nettement plus calme et moins mouvementé, donc moins risqué en périodes négatives.

A l'inverse, dans les périodes de hausses des marchés boursiers, il est aisé de voir sur ce même graphique que les obligations convertibles accompagnent clairement les actions dans leur ascension, en se désolidarisant carrément des obligations ordinaires, pour profiter au mieux des embellies boursières.

Ainsi, dans des périodes où le

flou artistique règne en maître sur les marchés boursiers – notamment par rapport au «timing» de leur reprise, qui se fait d'ailleurs toujours attendre – et durant lesquelles les périodes de hausses et de baisses alternent comme cela a été le cas en 2010, les convertibles sont l'instrument idéal pour être sûr de ne pas prendre la vague boursière au mauvais moment.

Ceci d'autant plus que la perspective d'attentisme en demeurant trop investi en obligations ordinaires risque de coûter cher l'année prochaine, vu qu'un vent bien défavorable risque de souffler par rapport à ce type d'investissement. En effet, avec des taux d'intérêt si bas, ne pouvant à ce stade que remonter, une perfor-

mance positive sur les obligations pures – c'est-à-dire non-convertibles – sera bien difficile à dégager en 2011.

Les obligations convertibles permettraient concrètement de pallier ce problème, vu qu'avec des taux en hausse, leur composante optionnelle s'en verrait améliorée. Ceci sans compter qu'un environnement de taux en hausse est généralement favorable à une poussée à la hausse sur le marché des actions, donc des convertibles.

Au final, le «timing» sera donc bel et bien en faveur de cette classe d'actifs en 2011.

\*Responsable de l'équipe de gestion des fonds Global Convertible Bonds chez IFP Fund Management SA

Un expert pour comprendre

Droit et fiscalité

## Dépositaire, un rôle à haut risque

**Banque** La fonction de «nominee» des établissements a été une question centrale après la crise des «hedge funds». Et le reste durant l'affaire Madoff



Jean-Yves De Both\*

Les banques détiennent depuis toujours les investissements de leurs clients. Cette tâche de dépositaire est la base de toute relation bancaire, et ce, indépendamment de tout mandat de gestion ou de conseil. Les clients demandent à leur banque de conserver et veiller sur leurs investissements, de manière confidentielle.

Concrètement, à la demande de leurs clients, les banques souscrivent ou acquièrent les titres les plus divers (actions, obligations, parts de placements collectifs de capitaux, y compris de fonds alternatifs...) et se font enregistrer comme titulaires. Sous réserve de situations particulières, le nom des clients n'est pas dévoilé.

Ce rôle de détention se fait à titre de «nominee», ou, selon notre terminologie suisse, «à titre fiduciaire». La banque détient des titres en nom propre, mais pour le compte des clients. Dans son rôle de dépositaire – et contre rémunération – la banque s'engage à conserver et disposer des titres selon les instructions de son client.

Avec la crise financière mais aussi la fraude commise par Bernard L. Madoff, les banques ont dû s'employer à expliquer les limites et conséquences de cette position de «nominee». C'est ici l'occasion de traiter quelques exemples.

● La crise financière a durement touché le marché des fonds alternatifs. Nombre de ces fonds ont connu des pertes substantielles, parfois accompagnées de mesures impopulaires: création de «side pockets», application de «gates», instauration d'une longue période de «lock up» ou d'une interdiction de tout transfert. Face à de telles situations, certains clients ont pu demander à leurs banques – en tant que détenteurs de parts – d'intenter des actions judiciaires contre des gérants ou conseillers de ces fonds.

Dans une telle situation, toute banque est libre de donner suite à des demandes spécifiques de clients. Cela étant, elle ne saurait y être obligée, même si un client se propose de couvrir ses frais judiciaires. Le mandat de détention d'actifs ne s'étend en effet pas à l'introduction d'actions judiciaires à l'encontre d'émetteurs, gérants ou autres conseillers; on sort des services bancaires convenus et attendus. Une banque peut en outre avoir une vue divergente de celle de son client par rapport à l'opportunité ou au bien-fondé d'une action judiciaire. Et elle doit veiller à protéger également ses intérêts propres, en particulier sa réputation. De même, elle peut se retrouver en situation de conflit par rapport à d'autres clients qui peuvent avoir des intérêts divergents.

Dans la mesure du possible, les banques doivent en revanche préserver les intérêts de leurs clients. La production d'une prétention dans une faillite – si nécessaire en tant qu'investisseur – ne soulève en général pas de difficulté particulière. On peut aussi penser à l'émission d'attestations confirmant la détention d'un investissement, ou une cession de droits ou créances de la banque à son client. Cela étant, comme les établissements apparaissent, vis-à-vis des tiers, comme seuls propriétaires des titres ou titulaires de créances, le client peut se trouver privé de tout droit d'action à l'égard de l'émetteur, notamment en cas d'incessibilité de ces titres ou créances.

● En relation avec la fraude Madoff, la situation est encore plus complexe. Et inversée. Ce sont les banques qui, à titre de «nominee», sont attaquées par les fonds de placement qui alimentaient la société de Bernard L. Madoff.

On pensera ainsi à la centaine d'actions introduites à New York et aux îles Vierges britanniques par les liquidateurs des fonds Fairfield Sentry et Fairfield Sigma en vue d'obtenir la restitution des remboursements de parts effectués lors des six années précédant la faillite des deux fonds.

Cela veut dire qu'il est demandé aux banques de restituer aux liquidateurs des sommes qu'elles ont

elles-mêmes reversées à leurs clients lors de rachats, et ce parfois des années en arrière. De par leur position de «nominee», les banques se retrouvent ainsi directement visées, en lieu et place de leurs clients.

Sur le principe, ces investissements ont été effectués par les banques pour le compte de leurs clients, cela veut dire à leur profit, mais également à leurs risques. Pour autant que la banque n'ait pas violé ses devoirs contractuels à l'égard de ses clients, il appartient à ces derniers de libérer la banque de ces obligations, respectivement de les couvrir pour ses coûts.

En pratique, c'est un exercice laborieux pour les établissements financiers d'expliquer qu'ils pourraient être amenés à restituer les sommes reçues quelques années plus tôt et qu'ils doivent couvrir les banques contre ce risque. Bon nombre de clients préféreraient pouvoir échapper à ces restitutions, quitte à forcer les établissements à en assumer les pertes.

Que ce soit à teneur du droit suisse ou de leur documentation contractuelle, les établissements ont cependant des prétentions de couverture et un droit de blocage sur les actifs de la clientèle encore sous leur contrôle. Cette position juridique permet des discussions plus équilibrées entre les parties.

A défaut d'actifs sous leur contrôle, il est plus difficile pour les banques de faire-valoir leurs droits à l'encontre des clients qui ont pu bénéficier de remboursements de parts dans les fonds Madoff. En effet, cela peut impliquer l'introduction de multiples actions judiciaires, ce qui est un exercice fastidieux et coûteux, parfois pour des montants peu importants.

Ces deux exemples mettent en lumière les implications pratiques de la position de «nominee». Les banques se retrouvent au milieu des divers intervenants. Il s'agit aussi d'un facteur important de risques, sachant que la rémunération pour cette activité de dépôt est bien moindre que les commissions de gestion ou de conseil.

\*Avocat, Schellenberg Wittmer; Genève, Zurich.

PUBLICITÉ

## AU SERVICE DE VOTRE EXIGENCE

Le Temps poursuit son développement sur les supports numériques pour répondre toujours mieux à vos attentes. Après une première étape franchie par la régénération de notre site, nous projetons de nouveaux déploiements riches en contenus additionnels et services à forte valeur ajoutée.

Pour entrer en contact avec vous et vous donner un accès facilité et pertinent à nos futures prestations, il nous est indispensable de pouvoir compléter et enrichir vos données personnelles.

Nous vous savons donc gré de bien vouloir compléter le formulaire en ligne prévu à cet effet. La confidentialité des informations vous est garantie, de même que l'absence totale d'envois non sollicités.

Le Temps vous remercie et vous invite à vous rendre sur: [www.letemps.ch/formulaire](http://www.letemps.ch/formulaire)

LE TEMPS  
MÉDIA SUISSE DE RÉFÉRENCE