

OBLIGATIONS CONVERTIBLES

Le marché est littéralement «affamé» de nouvelles émissions en convertibles

La hausse des taux remet au goût du jour cet instrument idéal pour les trésoriers de société voulant maintenir leur coût moyen pondéré des capitaux au plus bas.

GIUSEPPE MIRANTE*

Mardi dernier (le 30 octobre 2007), Nobel Biocare Holding AG, la société basée en suisse, active dans les implants et prothèses dentaires, émettait une obligation convertible (OC) de 385 millions de francs suisses. L'engouement a été tel que l'émission se plaçait en quelques heures auprès des investisseurs, qu'ils soient spécialisés ou non dans ce genre de véhicule. Le prix d'émission fixé à 100% atteignait les 104% en clôture de séance le même jour.

Les enchères montent au plus haut

Pourtant, les conditions d'émission n'étaient pas des meilleures: coupon à 1%, rendement à l'échéance de 1.5%, prime d'émission de 33% ce qui porte le prix de conversion à CHF 428.20 alors que le prix actuel est encore de CHF 330, maturité de 4 ans. En sachant que les taux actuels de la Confédération à quatre ans sont de 2.66%, il faudrait vraiment que l'option «imbriquée» dans l'OC soit réellement très bon marché pour justifier d'une telle euphorie sur un nom qui n'est même pas noté par les grandes agences de notation comme S&P ou Moody's. Cependant, en faisant tourner un modèle d'évaluation d'obligations

convertibles, on se rend vite compte que tel n'est pas le cas. En effet, en fonction des hypothèses de «credit spread», la valeur théorique de cette nouvelle Nobel Biocare convertible n'atteint que 99.50%, c'est-à-dire même pas son prix d'émission. Alors comment justifier d'un tel succès, au point de faire monter les enchères jusqu'à 104%?

La raison est simple: le marché est littéralement «affamé» de nouvelles émissions en obligations convertibles. Il est ici fait référence aux vrais émissions convertibles, et non pas aux nombreux produits synthétiques imaginés par les banques

qui n'ont de «convertible» que le nom!

Comme le montre le graphique ci-contre, les nouvelles émissions en OC ont été plutôt rares depuis 2001, malgré une progression importante de ce type d'instrument depuis le milieu des années 90, surtout due aux nouvelles émissions venant du secteur des nouvelles technologies et télécommunications. En effet, ce sont eux qui ont eu recours, à l'époque, à l'emprunt convertible afin de financer leurs plans d'investissement plutôt onéreux, ce qui leur permettait d'emprunter des fonds à un coût bien inférieurs aux taux

d'intérêts alors en vigueur. Avec la baisse ces mêmes taux d'intérêts entre 2000 et 2004, les sociétés ont alors préféré profiter cet environnement favorable afin d'émettre des obligations ordinaires longues. De plus, le cours de leur action étant au plus bas à cette période, les trésoriers n'éprouvaient donc aucun besoin d'émettre des convertibles qui auraient ensuite été converties en actions à des niveaux peu attractifs.

Depuis l'année passée, la vapeur s'est renversée, à nouveau à cause de la hausse des taux d'intérêts, ce qui rend ainsi les OC un instrument de choix pour les

trésoriers de société voulant maintenir leur coût moyen pondéré des capitaux au plus bas. En effet, l'option comprise dans l'OC permet, comme dans le cas de Nobel Biocare, d'emprunter sur 4 ans à 1.5% au lieu de probablement 3.7% ou 4% via une obligation ordinaire de même durée.

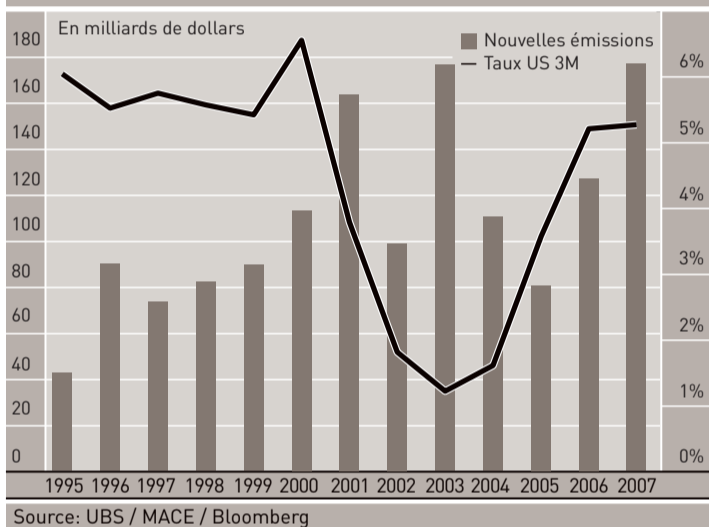
Un vrai compromis suisse!

En comparant la provenance des emprunteurs entre 2001 et 2007, on constate très clairement la hausse de la part des nouveaux convertibles émises par les pays d'Asie. Il est en effet aisé de comprendre que ce sont ces pays qui

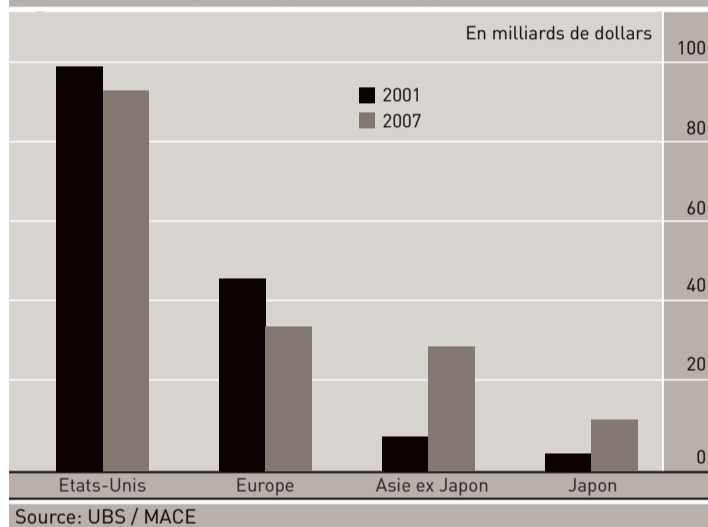
ont actuellement un besoin de financement, et quelque part d'internationalisation de leurs actions donc de leur nom (le marché des convertibles étant traité sur l'euro-marché). Mais, avec des taux d'intérêts ayant repris une pente ascensionnelle, ce sont finalement tous les trésoriers qui s'intéressent à nouveau à ce type de financement, car il a l'avantage d'être le parfait compromis entre l'émetteur et le «consommateur», c'est-à-dire l'investisseur. Ainsi, l'émetteur du convertible se finance à des conditions avantageuses et peut éventuellement émettre de l'action à un prix bien plus élevé que le cours actuel. Et l'acheteur d'OC peut profiter du profil convexe d'un tel investissement qui lui permet de participer au potentiel de hausse de l'action sous-jacente, sans pour autant en prendre tout le risque, car appuyé en fait sur une obligation qui lui permet d'être plus certain de la préservation de son capital. Un vrai compromis suisse! On comprend donc aisément que ce produit ait un tel succès en Helvétie.

*Responsable de l'équipe de gestion des fonds IFP Fund Global Convertible Bonds. IFP Fund Management SA, Pully, gmirante@ifp.ch

NOUVELLES ÉMISSIONS MONDIALES EN CONVERTIBLES VS TAUX US COURTS



PROVENANCE DES NOUVELLES ÉMISSIONS CONVERTIBLES EN 2001 ET EN 2007



PÉTROLE

Le baril bat un nouveau record

Le «light sweet crude» a clôturé à 94,43 dollars grâce à l'annonce d'une forte baisse des réserves américaines.

Les cours du pétrole ont terminé à de nouveaux records mercredi, reprenant plus de quatre dollars à New York, après la publication inattendue d'une forte baisse des réserves américaines de brut. Sur le New York Mercantile Exchange (Nymex), le baril de «light sweet crude» pour livraison en décembre a gagné 4,15 dollars, pour terminer à 94,53 dollars, un nouveau record de clôture. Sa précédente marque de référence remontait à lundi, à 93,53 dollars.

Pour la première fois, les prix du brut ont dépassé le seuil de 94 dollars à New York, montant jusqu'à 94,74 dollars le baril, un

record absolu. A Londres, le baril de Brent de la mer du Nord pour livraison en décembre a également repoussé son plus haut, jusqu'à 90,94 dollars.

Les réserves de produits distillés on progressé

Alors qu'ils avaient connu la veille un rapide mouvement de correction, leur faisant perdre environ trois dollars, les cours du pétrole se sont de nouveau envolés à des sommets, rapidement après la publication du rapport hebdomadaire du département américain de l'Énergie (DoE) sur l'état des réserves américaines. Les stocks de brut ont

diminué de 3,9 millions de barils à 312,7 millions de barils, lors de la semaine achevée le 26 octobre. La nouvelle a pris au dépourvu le marché, car les analystes s'attendaient au contraire à une progression de 400.000 barils.

En revanche, les réserves de produits distillés (gazole et fioul de chauffage), cruciales avant l'hiver, ont progressé de 800.000 barils. De même les réserves d'essence sont ressorties en hausse de 1,3 million de barils. «La baisse bien plus importante que prévu des réserves de brut a propulsé le pétrole à de nouveaux records», a expliqué Bart Melek,

analyste de BMO Capital Markets. «Il continue d'y avoir une crainte qu'il n'y ait pas assez de pétrole en réserve» pour l'hiver, a-t-il poursuivi. «Il y a plein de pétrole aux États-Unis. Toutefois nous descendons rapidement vers la moyenne sur cinq ans», a toutefois nuancé l'analyste. Le marché du pétrole a également reçu une stimulation supplémentaire avec le nouvel abaissement par la Réserve fédérale américaine (Fed) de son principal taux directeur, à 4,50%, ce qui a de nouveau pesé sur le dollar descendu pour la première fois en dessous de 1,45 dollar pour un euro. - (afp)

Pays-Bas: «Le démantèlement de Ioukos est malhonnête»

La liquidation judiciaire de l'ancien géant pétrolier russe Ioukos a été malhonnête, a estimé mercredi un tribunal d'Amsterdam, annulant la vente en Russie d'une filiale néerlandaise du groupe.

Ioukos avait été placé en liquidation judiciaire en août 2006 après un procès retentissant pour fraude fiscale et escroquerie à grande échelle, à l'issue duquel le fisc lui avait réclamé 27 milliards de dollars.

«Ioukos Oil a été privé d'un procès honnête lors de la définition de l'ampleur du montant des impôts arriérés qu'il devait à l'État russe» lors de ce procès, a estimé le tribunal.

Le procès contre Ioukos était déjà généralement considéré comme orchestré par le Kremlin pour contrecarrer les ambitions politiques affichées par son patron Mikhaïl Khodorkovski, aujourd'hui en prison en Sibérie orientale.

La vente aux enchères de Ioukos Finance annulée

Le tribunal d'Amsterdam a donc annulé la vente aux enchères de la société de droit néerlandais Ioukos Finance, qui gère les quelque 2 milliards de dollars (BIEN dollars) d'actifs que possédait Ioukos en dehors de la Russie. Ioukos Finance, qui possède notamment des oléoducs en Slova-

quie, des avoirs en Grande-Bretagne et gère 1,5 milliard de dollars en numéraire, avait été vendu en août pour 224 millions d'euros, soit à peine plus que la mise à prix.

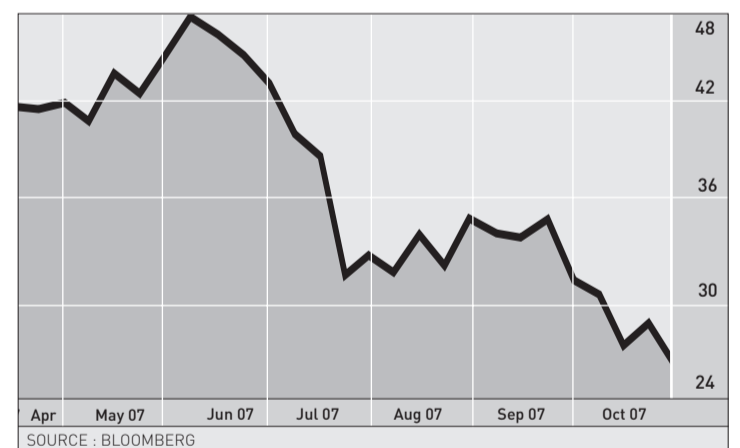
Les juges néerlandais ont aussi ordonné au curateur russe du groupe de défaire cette vente sous peine d'une amende maximale de 500.000 euros, et ils ont annulé la nomination de nouveaux membres du conseil d'administration. Ces nominations avaient été décriées par l'ancienne direction de Ioukos Finance comme une façon de les déposséder de leurs droits afin de pouvoir procéder à la vente «illégal» de la filiale. «Ce juge-

ment signifie qu'ils ont continué à protéger des avoirs néerlandais contre des tentatives d'expropriation par la Russie», s'est félicité la porte-parole de cette ancienne direction, Claire Davidson, soulignant que la Cour européenne des droits de l'Homme était également saisie.

Celle-ci a déjà condamné la Russie pour avoir illégalement détenu Platon Lebedev, un des anciens dirigeants et l'ancien associé de M. Khodorkovski. En août dernier, la justice suisse avait estimé que la procédure pénale contre Ioukos était «instrumentalisée par le pouvoir en place». - (afp)

L'ACTION VEDETTE DU JOUR

PARROT (PARRO FP)



Le français Parrot, spécialisé dans les kits mains libres basés sur la technologie Bluetooth, a délocalisé l'entier de sa production en Chine dès le début de son existence. En Bourse, les ailes de ce perroquet ont été tranchées dès la fin du mois de juin, au point qu'il atterrit juste à côté de la branche d'où il était parti en juin 2006. Au niveau des résultats, il a pourtant réussi à doubler sa hauteur de vol en 2006 par rapport à l'année précédente, et continue de monter pour atteindre des ventes de 112,1 millions d'euros au premier semestre 2007 (+50%), prévoyant de franchir la barre des 200 millions à la fin de l'année. Ce sont les vents contraires en provenance d'Espagne qui l'ont fait souffrir. La distribution par des tiers a pesé sur ses revenus, baissant de 37%. La croissance prévue pour 2007 a été ramenée de 55% à 45%, sans toutefois entamer sa marge EBIT, qui a même été revue à la hausse, à 14%. Les nouveaux produits, notamment une gamme destinée aux clients domestiques, fruit des investissements consacrés à la recherche (8,2% du revenu), intègrent plus de standards. Par le biais d'une multiplication de contrats de distribution et d'une stratégie marketing agressive, Parrot pourra renforcer sa présence dans les esprits. Les contrats d'équipement avec l'industrie automobile, toujours plus nombreux, constituent une autre source de croissance importante. Les analystes sont unanimes à recommander le titre à l'achat, avec l'objectif le plus bas situé à 39 euros. Hier, le titre a perdu 8,77% à 26 euros. - (CA)

la gestion du capital SANTÉ · www.gsmn.ch

GENOLIER
Swiss Medical Network