

OBLIGATIONS

Convertibles: les nouvelles émissions

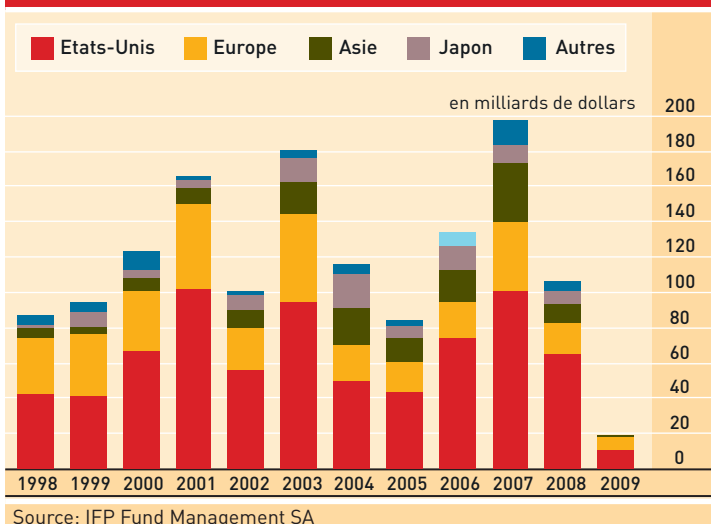
Les récentes émissions, aidées par un excellent timing, ont connu un franc succès. Avec des appréciations de 5 à 10% d'entrée de jeu.

GIUSEPPE MIRANTE*

Avec environ USD 550 milliards, le marché mondial des obligations convertibles est bien loin d'égaliser la taille de celui des obligations ordinaires, c'est-à-dire sans facteurs de conversion en actions. Cependant, il faut bien admettre que les véhicules proposés par les émetteurs et les arrangeurs de nouvelles émissions en convertibles ont toujours été d'un immense dynamisme et d'une extrême sophistication quant à leur structure. Il suffit de penser aux convertibles à facteurs contingents de conversion, des convertibles échangeables d'Etat ou pas, à celles à conversion obligatoire, ou encore aux actions préférentielles convertibles américaines, etc...

D'ailleurs, les banquiers (surtout en Suisse) ont bien exploité le filon, en proposant à leur clientèle privée des produits structurés synthétiques, qui n'avaient souvent que le nom de «convertibles», mais qui n'étaient souvent que des stratégies en options repackagées sous forme d'obligations sans protection du capital, qui n'avaient pour unique but que de générer de belles commissions profitables uniquement aux arrangeurs et aux promoteurs de ces produits

NOUVELLES ÉMISSIONS CONVERTIBLES ENTRE 1998 ET 2009



Source: IFP Fund Management SA

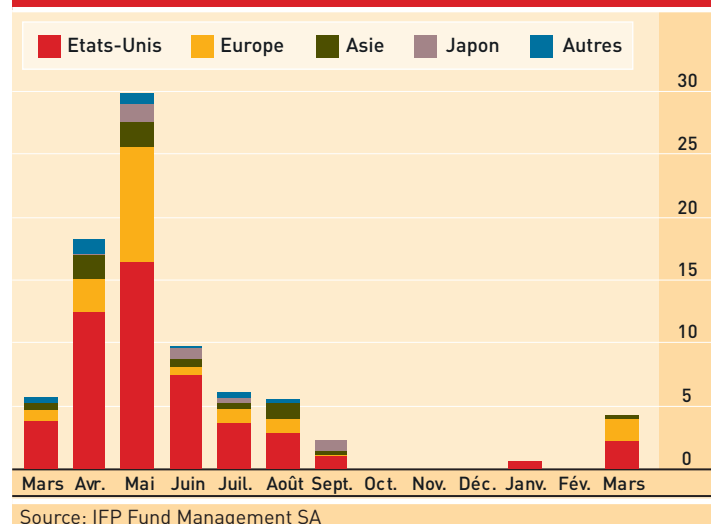
structurés, alors que souvent le client final a souvent dû faire face à de bien mauvaises surprises au final...

Au contraire, le marché des «vraies» convertibles est finalement LE compromis par excellence entre d'une part l'émetteur, c'est-à-dire la société cherchant à se financer à bon compte voire à émettre de l'action, et d'autre part l'investisseur, quelque peu frileux pour se lancer d'emblée dans le marché des actions (on peut le comprendre en ce moment...) et qui peut, grâce à l'obligation convertible, prendre une exposition sur

un titre tout en bénéficiant de la sécurité fournie par le support obligataire. Il n'est par conséquent, pas difficile de comprendre pourquoi, en Suisse, nous sommes bien friands de ce genre de produit.

Cependant, depuis septembre l'année passée, le renouvellement du gisement en convertibles a purement et simplement calé comme le montrent les deux graphiques ci-dessus (source: UBS/Mace) Alors que le marché avait émis en moyenne USD 115 milliards par année de nouvelles convertibles depuis 13 ans, ces émis-

NOUVELLES ÉMISSIONS MENSUELLES SUR LES DOUZE DERNIERS MOIS



Source: IFP Fund Management SA

sions se sont stoppées net entre septembre 2008 et février 2009. En effet, on peut aisément imaginer qu'avec la chute brutale de leur action, les trésoriers des sociétés n'ont tout simplement pas voulu émettre de convertibles à des termes trop défavorables pour eux. Néanmoins, cette crise n'a rien eu de commun avec les crises des derniers 20 ou 30 ans, ceci à cause de la forte implication du secteur financier et plus particulièrement bancaire, lui-même à la base de mise au point des nouvelles émissions.

Les sources de financement s'étant faites plus rares et sur-

tout plus exigeantes, dans un premier temps, les sociétés n'ont pas eu d'autres choix que d'avoir recours au marché obligataire ordinaire afin de faire face à leur crise de liquidité.

Mais qui dit crise de liquidité, dit aussi prime de risque accrue, donc «credit spreads» en fortes hausse. Il n'y a qu'à observer les derniers coupons appliqués à certains émetteurs (par exemple Holcim avec échéance 2014, rating BBB par S&P, taille EUR 650 million, qui a émis avec 9% de coupon !).

Il va sans dire que l'émission de ces obligations ordinaires ne se

fera pas sans laisser de trace sur le coût moyen pondéré du capital de ces sociétés. C'est pourquoi, le marché des convertibles a fini par redémarrer depuis le mois de mars.

En effet, l'adjonction de facteurs de conversion permet à l'émetteur de diminuer de manière importante le coupon de l'obligation, et donc de mieux maîtriser les coûts liés au service de la dette d'une société.

En même temps, avec l'embellie récente des bourses, les investisseurs, bien que toujours frileux, ont un instrument leur permettant de remettre un pied dans les marchés tout en limitant leur prise de risque grâce à la protection fournie par la partie obligataire de la convertible.

D'ailleurs, les récentes émissions, aidées par un excellent timing de sortie, ont tout simplement fait un réel tabac, avec des appréciations de l'ordre de 5 à 10% d'entrée de jeu.

C'est dire au combien le bon vieux compromis entre obligation et action continue d'être d'actualité, pour autant d'en contrôler la provenance, pourquoi pas une A.O.C. «CONVERTIBLE», à bon entendeur Messieurs les banquiers...

* IFP Fund Management SA, Pully

LE COIN DES INSIDERS

Une vapeur psychédélique s'échappe de CVIV tandis que la FASB s'éclate

Cela ne fait plus le moindre doute: celui que Wall Street surnomme le «Roi du Shit» saluera comme il se doit l'avènement de nouvelles règles comptables hallucinées.

MARC MAYOR*

Décidément, les marchés encouragent la modestie. En faisant de l'ordre dans mon bureau, je suis tombé sur le numéro du 29 septembre 2008 de mon quotidien favori. En gros titre, le directeur des marchés européens d'une société gérant 68 milliards y déclarait: «Le marché baissier touche probablement à sa fin». Un rapide coup d'oeil en fin de journal montre que l'indice S&P 500 avait clôturé à 1'213.27 la veille; six mois plus tard et 33% plus bas, ses clients doivent être contents. On est bien peu de chose...

Il faut dire que plus le temps passe, et plus il est difficile de lire un bilan de société cotée en bourse. Le Financial Accounting Standards Board (FASB), dont la mission est d'émettre des recommandations quant aux règles comptables imposées aux sociétés américaines cotées en bourse, a récemment émis une proposition pour le moins surprenante.

En gros, si le nouveau texte passe, les sociétés cotées en bourse auront désormais la permission de comm uniquer les profits réalisés, sans tenir compte de la baisse de valeur des titres qu'elles possèdent. Il n'est pas seulement question d'obligations toxiques genre subprime, mais d'actions et de tout le reste.

En supposant qu'elles soient acceptées, les nouvelles règles pourraient donner un coup de

fouet à une approche neutre. Ainsi, n'importe quelle société cotée en bourse pourrait, par exemple, parier sur la hausse de treize actions et la baisse de treize autres. Si le marché monte et qu'elle gagne de l'argent sur les haussiers, elle ignorera l'argent perdu sur les baissiers et déclarera un profit.

Si, en revanche, le marché continue sa chute, alors les positions short généreront un profit, et on ignorera les pertes sur les longs. Quoi qu'il arrive, des profits à la en-veux-tu-en-voilà! Fabuleux, non? Tout cela devrait nous garantir un marché haus sier éternel, qui doublera chaque année dès 2009.

C'est tellement génial que je me pose, comme vous, la question suivante: pourquoi ont-ils attendu jusqu'à maintenant pour faire cette proposition, qui tombe sous le coup du bon sens? Et d'ailleurs, pourquoi diable réserver ce traitement aux sociétés cotées en bourse?

Imaginez-vous rentrant du casino, tard le soir et un peu éméché. Votre femme, le rouleau à pâtisserie au poing, fronce les sourcils: «Combien as-tu encore perdu?». Et là, avec un grand sourire aviné et l'oeil chatoyant, vous lui rétorquez: «Tu te goures complètement, poulette! J'ai joué cent balles sur le rouge, et cent balles sur le noir. C'est le rouge qui est sorti. En vertu des principes comptables généralement acceptés (GAAP), les cent balles perdus sur le noir ne comptent pas. Donc, ma perfor-

mance est de 100% en une soirée. Ça t'en bouche un coin, hein? Allez, ça s'arrose!»

Tout cela part d'un bon sentiment. De la même manière, ayant constaté qu'une forte proportion des américains en âge de passer leur bac ne savaient même pas lire, George W. Bush avait promulgué une loi intitulée «aucun enfant laissé derrière»; ainsi fut fait, et les classes ont désormais adopté le rythme de l'élève le plus faible. Selon le département de l'éducation U.S., le programme fut «inefficace» jusqu'ici.

Ainsi donc, nous savons désormais que ce n'est pas en traitant l'ensemble des élèves de demeurés qu'ils deviendront plus intelligents. Il restera à voir si, à force de traiter les responsables des sociétés cotées tout comme les investisseurs de demeurés, ceux-ci connaîtront un sort différent. C'est à se demander si le FASB a fumé la moquette. A ce propos, la société Club Vivanet (CVIV) a décidé de changer de nom: elle s'appellera désormais Medical Marijuana Incorporated. Désormais, si votre fils vous demande s'il est possible d'investir dans le haschisch, vous ne passerez plus pour un loser à ses yeux.

Ah mais je vous vois venir, alors attention: rien à voir avec la fumette récréative. Il s'agit de marijuana destinée à un usage strictement médical. A cet effet, la société exhibe une patente au sujet d'une invention qui «satisfait potentiellement les besoins de taxation des

divers gouvernement et dispensaires de cannabis médical». De plus, l'entreprise se dit «positionnée pour tirer profit des opportunités découlant de l'industrie naissante du chanvre médical légal par le biais d'un portail de paiement faisant preuve de niveaux vérifiables de sécurité accrue». Je ne suis pas traducteur professionnel, mais le phrasé donne la nette impression que les patrons de la société CVIV testent actuellement leur médicament à hautes doses. Bruce Perlowin, le nouveau PDG du groupe, dispose de son propre site Internet, sur lequel il se présente comme le «Roi du Shit»; classe, très classe. Sa biographie démontre qu'il a tout d'un futur grand patron de la bourse: dans les années 70, l'homme monte un empire illécite de cannabinaçées et devient un des barons de l'importation illégale d'herbe.

A ses côtés, le président du conseil d'administration n'est autre que Charles Larsen, un ancien courtier en matières premières. Je vous le dis: ce duo va faire un malheur, dans tous les sens du terme.

Comme le notent certains observateurs, l'habit ne fait pas toujours le moine. D'aucuns se souviennent du Mustang Ranch, une maison close du Nevada qui tentait de se coter en bourse; un équivalent australien y était d'ailleurs parvenu. Alors pourquoi pas ce groupe-ci?

Avec onze millions d'actions en circulation, la société pèse seize

millions de dollars à la rédaction de ce texte. Au 30 septembre dernier, il y avait 6'746 dollars sur le compte en banque de la société et les actifs tangibles nets s'élevaient de quarante millions de milliers de dollars. En supposant qu'il reste encore quelque chose six mois plus tard, cela évalue l'entreprise à moins d'un demi centime par actions; c'est probablement le prix que son action atteindra bientôt, une fois que la fumée se sera dissipée.

Les adeptes de la vente à découvert peuvent donc espérer un

gain de 99%, même si cela peut prendre plusieurs années. Si l'on ajuste pour les splits, l'action CVIV valait 35'180 dollars la pièce en 2004, ce qui représente une chute annualisée de 87% sur cinq années et une perte totale de 99.996% sur la demi-décennie. Et si cela ne suffisait pas, Le Capital Neutre de la semaine, disponible gratuitement sur mon site, évoque un profit de +500% en moins de trois semaines pour mes lecteurs. Sans inhaler!

* www.lecoindesinsiders.com

J.P. Morgan (Suisse) SA

J.P. Morgan Multi-Manager Strategies Fund			J.P. Morgan Opportunistic Holdings (USD)		
J.P. Morgan Diversified Holdings (USD)			J.P. Morgan Opportunistic Holdings (USD)		
Prix de souscription (plus commission) \$100,00			Prix de souscription (plus commission) \$100,00		
Classe E	Sep. 01 NAV	118,30	Classe E	Sep. 01 NAV	119,86
Classe E	Nov. 07 NAV USD	82,45	Classe E	Jun. 07 NAV USD	76,53
Classe E	Feb. 08 NAV USD	82,48	Classe E	Jul. 07 NAV USD	76,48
Classe E	Mar. 08 NAV USD	81,42	Classe E	Aug. 07 NAV USD	76,34
Classe E	Apr. 08 NAV USD	82,13	Classe E	Oct. 07 NAV USD	77,15
Classe E	May. 08 NAV USD	82,67	Classe E	Jan. 08 NAV USD	77,34
Classe E	Jun. 08 NAV USD	81,52	Classe E	Feb. 08 NAV USD	78,29
Classe E	Jul. 08 NAV USD	81,46	Classe E	Mar. 08 NAV USD	77,26
Classe E	Aug. 08 NAV USD	81,92	Classe E	Apr. 08 NAV USD	77,48
Classe E	Sep. 08 NAV USD	83,52	Classe E	Jun. 08 NAV USD	76,77
Classe E	Oct. 08 NAV USD	90,62	Classe E	Jul. 08 NAV USD	77,65
Classe E	Nov. 08 NAV USD	96,43	Classe E	Sep. 08 NAV USD	79,91
Classe E	Dec. 08 NAV USD	99,36	Classe E	Oct. 08 NAV USD	87,95
Prix de souscription (plus commission) €100,00			Classe E		
Classe E	Jan. 04 NAV EUR	103,48	Classe E	Nov. 08 NAV USD	95,47
Classe E	Nov. 07 NAV EUR	83,26	Classe E	Jan. 09 NAV USD	101,06
Classe E	Jan. 08 NAV EUR	83,40	Prix de souscription (plus commission) €100,00		
Classe E	Feb. 08 NAV EUR	83,59	Classe E	Jan. 04 NAV EUR	96,44
Classe E	Mar. 08 NAV EUR	82,47	Classe E	Aug. 07 NAV EUR	75,98
Classe E	Apr. 08 NAV EUR	83,12	Classe E	Mar. 08 NAV EUR	77,42
Classe E	May. 08 NAV EUR	83,61	Classe E	Apr. 08 NAV EUR	77,59
Classe E	Jun. 08 NAV EUR	82,32	Classe E	Jun. 08 NAV EUR	76,68
Classe E	Jul. 08 NAV EUR	82,17	Classe E	Jul. 08 NAV EUR	77,46
Classe E	Aug. 08 NAV EUR	82,51	Classe E	Aug. 08 NAV EUR	77,61
Classe E	Sep. 08 NAV EUR	84,08	Classe E	Sep. 08 NAV EUR	79,57
Classe E	Oct. 08 NAV EUR	90,91	Classe E	Oct. 08 NAV EUR	87,37
Prix de souscription (plus commission) £100,00			Prix de souscription (plus commission) £100,00		
Classe E	Apr. 04 NAV GBP	108,42	Classe E	Jan. 04 NAV GBP	103,94