

Atouts capricieux des convertibles

Les investisseurs orientés actions compensent l'intérêt vacillant des obligataires. Les taux bas ne favorisent pas les nouvelles émissions.

PIOTR KACZOR
ZURICH

Compte tenu des performances parfois enviables enregistrées par nombre d'obligations convertibles depuis le début de l'année, cette classe d'actifs a fait ces derniers temps l'objet de prises de bénéfices non négligeables, en particulier de la part des investisseurs obligataires. Ce qui n'empêche pas les afflux nets de fonds dans cette catégorie, notamment de la part d'investisseurs en actions soucieux de se protéger contre un revers de performance ainsi que le souligne Michel Fest, responsable Obligations convertibles auprès de Man Investments et lauréat en février, avec son équipe, de la distinction «meilleur fonds sur cinq ans» de Lipper pour RMF Convertible Europe.

Pour répondre à une demande croissante d'investisseurs désireux de réduire leur exposition à la monnaie européenne, la société d'investissement rattachée au groupe de hedge funds britannique, a d'ailleurs décidé l'an dernier de leur proposer des variantes couvertes en francs suisses de ses fonds en obligations convertibles. Mais si le marché suisse peut s'enorgueillir d'une tradition et d'un rôle historique dans

CONVERTIBLES SUISSES ÉMIS CETTE ANNÉE

Emetteur	Date d'émission	Secteur	Montant levés (millions CHF)
Swiss Prime Site 1,875% 2015	07.01.2010	Immo	292
Novartis (UBS) 1% 2016	01.02.2010	Pharma	95
Novartis (UBS) 2% 2015	01.02.2010	Pharma	30
Siegfried Holding 5% 2011	05.05.2010	Chimie	73
Mobimo Hldg 2,125% 2014	16.06.2010	Immo	155

Source: Lombard Odier

cette catégorie, les groupes helvétiques ont été plutôt discrets cette année à recourir à ce mode de financement. Il faut dire que le bas niveau des taux d'intérêt ne plaide généralement pas pour un financement par ce biais pour les entreprises. Alors que les convertibles sur le marché émis par Clariant, Bâloise et Adecco et la Banque Cantonale des Grisons sont «dans la monnaie». En d'autres termes, le cours de l'action sous-jacente navigue à des niveaux nettement supérieurs au prix d'exercice de l'option. Ce qui reflète les perspectives intéressantes réservées aux investisseurs qui auront su profiter de cette évolution. «Pour des perspectives équilibrées, voire supérieures, à celles des actions, cette catégorie présente des risques moindres»

ne manque pas de rappeler Michel Fest, «en raison du profil asymétrique de participation, autrement dit plus élevé durant les phases de hausse que de baisse» des cours des actions sous-jacentes. Ce dernier juge ainsi encore attrayantes les convertibles actuelles sur la Banque Cantonale des Grisons, mais aussi sur Swatch Group, qui arrive bientôt à maturité. Ainsi que sur Pargesa, un titre qui n'est certes pas «dans la monnaie» mais qui présente un potentiel de gain asymétrique intéressant en cas de reprise de l'action sous-jacente. Sur un montant total de quelque un milliard de dollars investis en «long only» dans les emprunts convertibles par les différentes catégories de fonds de Man Investments, les nouveaux produits en

francs suisses ont réuni 100 millions selon Michel Fest.

En termes de valorisation, une analyse selon la méthode «somme des parties» met en outre en évidence la valeur intéressante des convertibles des Etats-Unis et de l'Asie» précise de son côté Maxime Perrin, spécialiste du secteur chez Lombard Odier à Genève, établissement qui gère 3,5 milliards d'euros dans cette catégorie.

Mais entre les scénarios enthousiastes en matière de reprise économique affichés par nombres d'analystes américains et les scénarios emprunts de craintes de mauvaises nouvelles sur la dégradation du chômage aux Etats-Unis, la banque privée genevoise table sur une évolution étale ou «plate» des marchés d'actions, avec toutefois des hauts et des bas, au cours des 12 prochains mois, selon son scénario jugé le plus probable. «Tant que les capacités d'utilisation des entreprises industrielles demeurent inférieures à 75% en Europe et aux Etats-Unis, celles-ci ne sont pas portées à investir» résume Maxime Perrin en soulignant aussi le frein constitué par un taux de chômage supérieur à 10% dans la zone euro et à peine inférieur aux Etats-Unis, même s'il s'agit d'un indicateur tardif.

Dans ce contexte de reprise possible des marchés, la banque genevoise juge particulièrement intéressants les convertibles adossés à des instruments à rendements élevés pour lesquels la sélectivité est essentielle. Mais aussi, dans les valeurs suisses, les convertibles d'Adecco et de la société immobilière Swiss Prime Site. Alors que la surpondération affichée par la banque sur l'Asie peut être particulièrement illustrée par l'emprunt convertible sur la société chinoise de distribution de matériel électrique Gome, avec un coupon de 3%, 2014. Toujours selon le principe qu'une part adéquate de tels instruments dans un portefeuille a pour effet d'accroître le rendement obligataire et de réduire le risque marché actions. Avec à la clé une amélioration du rendement ajusté à la volatilité tel que mesuré par le ratio de Sharpe. ■

UNE ANALYSE «SOMME DES PARTIES» MET EN ÉVIDENCE LA VALORISATION ATTRAYANTE DES CONVERTIBLES D'ASIE ET DES ÉTATS-UNIS.

LOGITECH: début du rachat d'actions propres

Le 9 septembre 2008, Logitech International, a annoncé un programme de rachat d'actions propres pour un montant maximum de USD 250.000.000. La société avait annoncé que ce programme ne débiterait qu'après l'achèvement du programme de rachat d'actions antérieur de USD 250.000.000, initié en février 2008. Celui-ci a pris fin le 4 mars 2010. Au cours de clôture de CHF 16,37 au SIX Swiss Exchange le 30 juillet 2010, le montant de USD 250.000.000 représentait la valeur de 15.873.549 actions Logitech au maximum, soit 8,28% du capital et des droits de vote de Logitech. Le Programme sera exécuté de façon à ce que la société et/ou ses filiales ne détiennent à aucun moment plus de 10% du capital. Les rachats seront réalisés tant au SIX Swiss Exchange qu'au Nasdaq. Les rachats au Nasdaq seront réalisés en conformité avec les règles américaines sur les rachats de titres de participation. La Société a mandaté UBS SA et sa division UBS Investment Bank pour procéder au rachat d'actions. Le programme a débuté le 10 août 2010 et prendra fin, au plus tard, le 10 août 2013.

NOUVEAUX PRODUITS

VONTOBEL: nouveaux Multi Defender Vonti

Vontobel vient d'émettre de nouveaux Multi Defender Vonti (MDV) en CHF, EUR et en USD, en souscription jusqu'au 12 août 2010. D'une durée de vie d'un an en général et offrant des coupons allant de 10% à 12,5%, ces produits reposent sur des sous-jacents suisses et internationaux, allant de Zurich Financial Services à Siemens, en passant par Pfizer ou Newmont Mining. Le MDV sur Julius Baer/Credit Suisse/UBS (CH0113285404) offre un coupon de 11,4% au prix nominal de CHF 1000, assorti d'une barrière à 55% pour les trois sous-jacents, à échéance 12 août 2011. Ainsi, le prix d'exercice sur Julius Baer est de CHF 37,46 (sur la base du termsheet publié mardi 10 août 2010) et sa barrière à CHF 20,60; ils sont de CHF 49,30 et CHF 27,12 pour Credit Suisse et de CHF 18,07 et CHF 9,94 pour UBS. Les MDV se caractérisent par une valeur nominale et un coupon garanti, ainsi que par une protection conditionnelle du capital, annulée lorsque l'un des sous-jacents atteint sa barrière durant la période d'observation. – (LSM)

EFG: produits d'investissement COSI

EFG Financial Products vient d'émettre de nouveaux produits structurés d'investissement, avec protection du capital (COSI) et en souscription jusqu'au 12 août 2010. Parmi ceux, ci l'Uncapped Capital Protection sur Bâloise, Novartis et Swisscom Worst of Style (CH0114883488), à échéance 12 août 2011. Ce produit d'investissement sans plafond offre une participation de 135% à la hausse du sous-jacent et une protection du capital à 90%. Il est destiné aux investisseurs anticipant une hausse des cours ainsi que de leur volatilité, tout en envisageant le scénario d'un repli important des sous-jacents. De son côté, l'Uncapped Capital Protection on Holcim/Swisscom/Zurich Financial (CH0114883496) offre une participation à la hausse de ces sous-jacents de 125%, avec une protection à 90% et de même échéance au 12 août 2011. – (LSM)

Retour du long terme dans le private equity

Le semi-échec de la cotation du néerlandais NXP Semiconductors démontre que les investisseurs sont très attentifs au potentiel d'une société. Le recours au LBO ne constitue pas un gage.

CYRIL DEMARIA

Le temps des quick flips est bien fini: c'est l'avertissement qu'ont lancé les investisseurs aux gérants de LBO en dédaignant les NXP Semiconductors. L'introduction en Bourse de l'ancienne filiale de Philips par le consortium KKR, Bain Capital, Silver Lake Partners, Apax et AlpInvest Partners ne fut possible qu'au prix d'une réduction de la fourchette initiale de 18-21 dollars par action à 14 dollars. Le signal est clair: la cote n'est pas là pour gérer le problème du surendettement des sociétés sous LBO.

La notion même de quick flip a changé: initialement une opération d'achat-vente sur 18 à 24 mois il s'est rallongé, crise oblige, de 18 à 24 mois supplémentaires. Les gérants ont réagi en coupant les coûts tout en espérant une réouverture des marchés cotés et de crédit. Cela n'a pas convaincu: NXP fut acheté 5,4 milliards de dollars en 2006 pour une valorisation de 3,5 aujourd'hui. Ses pertes cumulées sont de 5,5 milliards et sa dette est de 5,3 milliards.

Cependant, la sanction ne porte pas tant sur l'endettement de la société que sur le manque de création de valeur. En effet, certaines sociétés cotées de semi-conducteurs sont endettées et en pertes (telles que STMicroelectronics ou AMD) sans nécessairement subir l'opprobre. Ces gros consommateurs de capitaux financent en effet des immobilisations importantes.

Les investisseurs ont de toute évidence rejeté une introduction sans perspectives à moyen terme. Ici, les gérants vont devoir affronter le vent de face. En effet, les sociétés ont tendance à rester plus longtemps en portefeuille désormais (la durée médiane entre la création et l'introduction d'une société était de 8,6 ans en 2007 aux Etats-Unis selon la NVCA). Pour faire face à la dégradation annoncée des rendements, les gérants vont devoir appliquer trois principes.

Le premier est d'extraire la totalité de la valeur de leurs investissements. D'après une étude académique de Lerner & Cao* sur les reverse LBO les gérants avaient historiquement tendance à vendre trop tôt leurs participations en sacrifiant une partie de la performance. Le taux de rendement interne (TRI), qui mesure le rendement des investissements, est très sensible au temps. Les gérants ont tendance à vendre vite, quitte à abandonner le reliquat de performance car ce dernier ne compense pas la dégradation du TRI.

Ensuite, les acheteurs ne veulent pas de sociétés exsangues. Le marché rechigne à payer pour les mises en état des vaches à lait. Les sociétés très endettées présentent un risque que les investisseurs consentent moins à supporter, notamment du fait des aléas sur le marché du crédit.

Enfin, le marché a besoin d'une visibilité sur les perspectives de développement d'une société nouvellement cotée. Qu'elle souhaite faire des acquisitions, lancer de nouveaux produits, ou conquérir de nouveaux marchés, elle doit proposer à ses actionnaires des projets. Faute de cela, elle se confronte à un rejet manifeste.

Une étude de l'IESE/BCG de 2009 annonçait que 20 à 40% des équipes de LBO seraient amenées à disparaître au cours des trois à cinq prochaines années. Seules celles capables de faire la preuve de leur création de valeur vont survivre. Le stress test grandeur nature du private equity a commencé...

* Lerner (J.) & Cao (J.), *The performance of Reverse Leveraged Buyouts, 2007, 44 pages*

LES SOCIÉTÉS TRÈS ENDETTÉES PRÉSENTENT UN RISQUE QUE LES INVESTISSEURS CONSENTENT MOINS À SUPPORTER. NOTAMMENT DU FAIT DES ALÉAS SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT.

RECHERCHE

BNP PARIBAS: accélération de la croissance européenne

L'Europe s'anime, les Etats-Unis s'assagissent. L'économie de la zone euro reste pour l'instant en phase d'accélération. D'après les estimations de BNP Paribas, la croissance des Seize, à +2,8% en rythme annualisé, devrait avoir dépassé celle des Etats-Unis au deuxième trimestre. L'Allemagne retrouve son rôle de locomotive en Europe. Son industrie, qui compte pour 25% du PIB, tire profit de la reprise des investissements en équipements comme de la baisse de l'euro. Le climat des affaires s'améliore également en France, mais se dégrade un peu en Italie ainsi qu'en Espagne. Le Sud de l'Europe renoue timidement avec la croissance et si la reprise est là, elle s'effectue en ordre dispersé.

Quant à l'activité américaine, elle baisse de rythme, avec une croissance ramenée à 2,4% au deuxième trimestre en chiffre annualisé. Le niveau des stocks se normalise, après une phase de reconstitution soutenue, et les importations, en forte hausse, concurrencent davantage la production nationale depuis que le dollar s'est renchéri de 17% contre l'Euro au premier semestre. L'essentiel des baisses d'impôts prévues a été octroyé, soit un total de 223 milliards de dollars sur une enveloppe de 288 milliards. Avec l'atténuation des effets du plan de relance, c'est un second semestre 2010 en pente douce qui se dessine selon PNB Paribas. La banque estime que la situation militite pour le maintien de taux d'intérêt bas aux Etats-Unis, d'autant que peu d'inflation y est recensée.

DEUTSCHE BANK: résilience suisse à la crise

Selon la Deutsche Bank, l'économie suisse s'est montrée plus résiliente lors de la récente crise que plusieurs observateurs ne le pensaient, malgré sa forte dépendance aux exportations et au secteur financier. La banque remarque que peu d'autres économies développées ont enregistré d'aussi faibles baisses dans leur production. Ce qu'elle explique par une meilleure posture financière des ménages et entreprises suisses que leurs équivalents européens et américains. Les dettes d'entreprises sont présentement équivalentes en termes de pourcentage du PIB à celles de la fin des années 1990. Quant aux dettes des ménages, elles ont augmenté de moins de 10 point de pourcentage au cours des dix dernières années, soit cinq fois moins que pour les ménages anglais par exemple. De plus, la banque juge la réponse du gouvernement rapide et efficace pour contrer la crise du crédit. Pour 2010 et 2011, Deutsche Bank prévoit une croissance de 2%, suivant la tendance positive des trois trimestres précédents. Elle note toutefois quelques risques à la baisse, notamment un taux d'inflation en claire baisse et l'appréciation du franc vis-à-vis de l'euro. De plus, la croissance suisse a traditionnellement suivi de près celle européenne, estimée à seulement 1% pour la même période. Elle prévoit que la Banque nationale suisse relèvera ses taux comme la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre lors du premier trimestre de 2011.