

La chronique des obligations convertibles

Convertibles: l'heure de vérité



Giuseppe Mirante*

2008 a été une année des plus noires depuis la crise des années trente. Le constat est lourd: les actions mondiales ont perdu plus de 50% depuis leur apogée en 2007. Les volatilités, soit le risque encouru, ont atteint des niveaux astronomiques, et malgré le récent rebond, ce risque indique encore un niveau trois fois supérieur à celui d'avant la crise.

Du côté obligataire pur, uniquement les sociétés ne faisant pas partie de la finance et à qualité supérieure ont progressé. Celles moins qualitatives ont tout simplement emboîté le pas des actions, avec des «credit spreads» en forte augmentation de +200 points de base en octobre 2007 à +1100 aujourd'hui (iTraxx Crossover)!

Les convertibles n'ont donc pas pu faire de miracles. Ce qui a encore empiré leur situation, réside dans un de ses acteurs principaux: les hedge funds d'arbitrage ou «convert arb». Ils vendent à découvert l'action sous-jacente d'une convertible, achètent cette convertible, en extraient la partie crédit via les «credit default swaps», pour ne

rester qu'avec la partie neutralisée de l'option censée être sous-évaluée. Ainsi, avec la forte chute des marchés couplée à la crise bancaire, les possibilités de lever et de pré-emprunt de titres ont tout bonnement disparu, sans compter les risques accrus de contrepartie en CDS. Cette stratégie est donc devenue impossible à réaliser et à tenir. Les «convert arb» ont été forcés de se débarrasser à n'importe quel prix de leurs convertibles. Ces dernières ont donc subi une chute sévère en affichant une contraction de l'ordre de -30% de performance en 2008. Même les meilleurs fonds globaux traditionnels n'ont pu que limiter la casse avec des rendements avoisinant les -15%.

De plus, suite à ces ventes massives d'octobre, les convertibles de moins bonne qualité, principalement celles asiatiques, sont devenues quasiment toutes illiquides donc invendables! Il n'a donc pas été rare d'observer, parmi certains gérants, une augmentation anormale de cette pondération alors que les indices convertibles ont au mieux 5 à 8% d'allocation en Asie. Ainsi, les probables remboursements auxquels ces fonds ont fait face entre octobre et décembre 2008 se sont faits au détriment des papiers de première qualité en Europe. Des questions très sérieuses sur la validité des valeurs nettes d'inventaires de ce type de fonds avec des pon-

dérations importantes en Asie restent donc ouvertes...

Malgré tout ceci, une immense opportunité se présente aujourd'hui. Avec des «credit spreads» à un niveau anormalement élevé, avec des options incorporées pratiquement «gratuites», les convertibles sont une des classes d'actifs les plus prometteuses pour 2009. L'engouement qu'elles suscitent le prouve. Quel autre instrument, dans le contexte actuel, serait en mesure de participer au rebond éventuel des marchés avec un risque divisé par 7 ou 8, tout en bénéficiant de planchers obligataires nettement plus sains et solides, car à leur niveau historique le plus bas? La clé est donc de sélectionner les meilleurs fonds, ceux qui ont le mieux su gérer tous les défis de 2008 avec la baisse des sous-jacents, l'augmentation des volatilités et des «credit spreads», le manque de liquidité des valeurs asiatiques, etc. La discipline d'achat et de vente, des règles strictes dictées par des processus d'investissement sérieux tenant aussi compte de critères fondamentaux de liquidité sauront guider les investisseurs qui désirent saisir l'incroyable opportunité des obligations convertibles.

* Responsable de l'équipe de gestion des fonds IFP Fund Global Convertible Bonds, IFP Fund Management, Pully.

La chronique du private equity

Tout ce qui changera d'ici à deux ans



Hans van Swaay*

Au cours du dernier trimestre de 2008, la valeur des transactions de private equity en Europe s'est élevée à 8 milliards d'euros, ce qui était inférieur de 75% à la période équivalente de 2007. Les portefeuilles de fonds existants ont perdu beaucoup de valeur et n'ont probablement pas encore achevé leur baisse.

Ces deux prochaines années, de grands changements se profilent sur le marché du private equity. On verra moins de «buyouts» classiques. Ils utiliseront plus de fonds propres et moins de dette. L'industrie rallongera les périodes de détention des actifs, et privilégiera de plus petites transactions. Le private equity sera plus actif dans des cas de restructurations. Il sera source de fonds propres ou de dette subordonnée pour des entreprises cherchant à renforcer leur bilan, qui bénéficieront de l'expérience en réorientation stratégique offerte par les meilleures maisons de private equity.

Il y aura en particulier des opportunités intéressantes sur le marché secondaire (rachats des parts de fonds de private

equity), où des positions illiquides sont vendues à des décotes attrayantes. Les positions offertes sur ce marché continuent toutefois d'excéder largement l'argent disponible. En 2009, 20 à 30 milliards d'euros pourraient être levés pour les transactions dites secondaires, alors qu'il y a probablement plus de 100 milliards d'euros de positions secondaires offertes.

Dans un contexte de valeurs déclinantes des portefeuilles et d'un besoin de financement accru, les investisseurs dans des fonds devront s'impliquer davantage dans les décisions, alors que, jusqu'ici, ils se concentraient sur la sélection de bons gérants. Mais, désormais, les investisseurs devront assumer plus de responsabilité en se formant leur propre opinion sur les valorisations des portefeuilles de private equity, indépendamment des estimations fournies par les gérants. En effet, récemment dans ce domaine comme dans les valorisations de marché, les calculs se sont avérés peu fiables. Désormais, les placements de private equity subissent eux aussi des amortissements depuis les audits de la fin 2008.

Les investisseurs doivent aussi faire preuve de vigilance au plan des commissions. Il se peut que des gérants sous-performants maintiennent des commissions élevées, sans ajouter de valeur. L'industrie a universellement adopté le modèle de commission de gestion et de

commission à la performance (carried interest). Cette dernière est payée si une performance minimale, généralement entre 5 et 8% de taux de rendement interne (IRR), est atteinte. En réalité, moins de la moitié des gérants touchent au final un carried interest, la grande majorité devant se contenter de

.....
Les investisseurs devront s'impliquer davantage dans les décisions, car les temps sont durs
.....

commissions de gestion. Or quand il est clair pour une société de gestion que ses gérants ne toucheront pas de commissions de performance, et qu'il semble improbable que de l'argent frais sera levé pour un nouveau fonds, la direction de la société aura tendance à réduire les équipes pour optimiser les commissions de gestion pour eux-mêmes. Les investisseurs dans des fonds devraient se montrer beaucoup plus durs dans la négociation des commissions face aux gérants sous-performants, voire interrompre la relation. Quand les temps sont plus durs, les investisseurs en private equity doivent s'impliquer davantage. Et les temps resteront durs.

* Associé, Lyrique.

L'avis de l'expert

Secret bancaire, mythes et réalité



Claude Charmillot*

En décembre 2005, ma chronique traitait du secret bancaire, ses mythes et sa réalité, en lien avec les accords bilatéraux II. Il faut se souvenir qu'au moment de la conclusion des accords entre l'UE et la Suisse, les banquiers suisses étaient nombreux à se réjouir car cette signature permettrait de sauvegarder la place financière suisse. A cette occasion, certains avaient affirmé «que le secret bancaire tel que nous le connaissons n'est guère affecté par les bilatérales II». Et pourtant, en lisant entre les lignes des accords, on pouvait déjà pressentir ce qui nous «tombe dessus». La pression sur le secret bancaire suisse ou, pour être plus précis, sur cette différenciation «pharisienne» entre l'évasion fiscale et la fraude fiscale, n'est pas arrivée du jour au lendemain.

Que reste-t-il du secret bancaire depuis le 13 mars 2009?

Tout d'abord, le «secret professionnel du banquier», ou plus communément appelé «secret bancaire», existe toujours dans le Code pénal suisse et reste une composante essentielle de la protection de la sphère privée. Ce «petit secret bancaire», celui qui protège chacun d'entre nous du regard curieux ou envieux de son voisin n'est pas concerné par les attaques actuelles que subit la Suisse. Nous pourrions toujours profiter du devoir de discrétion du banquier, tout comme les clients domiciliés à l'étranger.

Toutefois, dès que les traités fiscaux conclus par la Suisse auront été adaptés, ce «secret» pourra être levé dès qu'une administration fiscale nationale sera en mesure de prouver qu'un contribuable de son

pays a commis une «évasion fiscale frauduleuse». Pour établir cette demande d'entraide fiscale, le pays concerné devra notamment avoir un soupçon fondé qu'une soustraction d'impôt a eu lieu et que la banque suisse concernée est clairement identifiée.

Dès que cette demande d'entraide fiscale sera remise aux autorités fiscales suisses, les nouvelles dispositions autoriseront la banque à communiquer les informations requises par l'Etat étranger. A relever que le fisc suisse pourra en faire de même si un contribuable suisse a commis une soustraction en utilisant une banque située dans un pays conventionné avec la Suisse.

Il faut être très clair: la Suisse n'aura d'autre choix que d'appliquer à la lettre les nouvelles dispositions prévues dans les conventions fiscales et apportera son soutien actif à l'échange d'informations.

Pour réussir la mutation

Bien entendu, le client étranger qui ne serait pas d'accord avec l'entraide fiscale pourra faire un recours (désespéré) contre la décision de l'octroi de l'entraide par les autorités fiscales suisses.

La situation actuelle semble satisfaire les Etats étrangers bien que certains pensent déjà à l'étape ultime, à savoir: l'échange automatique d'information entre administrations fiscales nationales.

A cet égard, on peut s'étonner que la Suisse souhaite renégocier la directive sur la fiscalité de l'épargne. Il me semble bien illusoire de croire que les autorités fiscales européennes entreront en matière pour réduire le taux de retenue à la source; ce moyen «pratique» qui permet de recevoir, anonymement, un versement «suisse» provenant de leurs «contribuables» disposant d'avoirs «non déclarés» en Suisse n'est pas compatible avec la pression exercée pour bénéficier d'informations bancaires précises et automatiques sur l'état de la for-

tune et des revenus de ces personnes. Le danger est bien là!

En conclusion, après avoir affronté une tempête, soit on est noyé, soit on en ressort plus fort qu'avant!

La Suisse n'est pas noyée par l'abandon du «grand secret bancaire», c'est-à-dire le «secret bancaire opposable aux administrations fiscales», même si celui-ci nous a été imposé dans un moment critique pour l'ensemble des places financières dans le monde.

Pour notre place financière, même avec une voile réduite, un nouveau cap de navigation offre l'opportunité de sortir d'une tempête et de trouver une stabilité indispensable à la bonne marche des affaires. Et cette stabilité est d'autant plus nécessaire que notre plus grande banque n'est pas encore «sortie de l'auberge» et ceci tant vis-à-vis du fisc américain que de ses clients qui s'estiment grugés par tant de désinvolture, indigne du «Swiss made»!

Pour nos clients domiciliés à l'étranger, la situation actuelle signifie très clairement la fin du mythe «secret bancaire helvétique». Cependant, on sait que la Suisse reste une place forte pour le dépôt du patrimoine mobilier de clients domiciliés à l'étranger car ils souhaitent bénéficier de la stabilité du pays, de son savoir-faire, de la discrétion et, bien entendu, du «secret professionnel du banquier». Et, ceci dans le respect des lois fiscales de son lieu de domicile.

Pour réussir cette mutation, notre place financière doit entamer une réelle politique de communication positive dans le respect des règles fiscales. Ce marketing doit être loyal vis-à-vis des clients étrangers qui ont fait de notre pays un des acteurs les plus importants dans la gestion de patrimoine au niveau mondial et, par conséquent, fortement contribué à notre niveau de vie actuel!

* GenevaPrivateOffice SA
c.charmillot@genevaprivateoffice.com

PUBLICITÉ