

Chronique des convertibles

Obligations convertibles: des rendements, mais plus ciblés

Investissement La prime de risque sur ces instruments reste élevée, 4,8% de plus que le taux sans risque. Des opportunités subsistent



Giuseppe Mirante*

Avec la récente crise qui a secoué notre monde (financier), un instrument a tiré son épingle du jeu: les obligations convertibles. Les fortunes gérées par les spécialistes de ce domaine ont été multipliées – pour les meilleurs d'entre eux – par trois ou quatre.

Tout d'abord, la forte chute des bourses a eu pour conséquence une désaffection de la part des investisseurs pour les instruments les plus risqués dans ce type d'environnements, comme les actions. En outre, les hedge funds ont perdu des masses monumentales, étant trop caractérisés par des structures offshore peu rassurantes et un manque de transparence. En plus, l'application des fameuses barrières de remboursement, ainsi que l'affaire Madoff, n'ont pu qu'exacerber la pression sur un secteur déjà bien malmené.

Ainsi, des masses importantes de liquidités ont été parquées dans les banques. Cependant, avec un secteur bancaire chancelant et des taux d'intérêt à pratiquement zéro, les investisseurs se

sont mis à la recherche d'instruments pouvant allier le rendement à la protection du capital.

C'est là qu'ils ont redécouvert un instrument trop souvent oublié, les obligations convertibles. Ces dernières venaient de subir des ventes massives par des hedge funds en déroute. Des ventes de détresse souvent exécutées à des prix bien trop bas pour faire face aux remboursements demandés par leurs investisseurs.

La situation était telle que, souvent, les convertibles rapportaient même des rendements supérieurs à ceux des obligations ordinaires (sans facteurs de conversion) du même émetteur. Ainsi, l'écartement moyen des écarts de crédits (*credit spreads*) des convertibles européennes a atteint des sommets jamais vus jusqu'alors. Une énorme opportunité! Mais où en sommes-nous donc aujourd'hui?

La bande de variation historique des écarts de crédit moyens des convertibles en Europe se situe entre 150 et 250 points de base. Cela signifie que les investisseurs requièrent une rémunération supérieure de 2 à 3% au taux sans risque. Avant la crise de 2008, cette bande avait déjà été dépassée en 2002, suite à l'affaire Enron, qui avait vu l'ensemble des *credit spreads* s'écarter, les investisseurs redécouvrant que même les sociétés mastodontes présentent un risque d'insolvabilité et de faillite.

A l'époque, les écarts de crédit moyens des convertibles étaient montés jusqu'à près de 400 points. La récente crise a vu des écarts 2,5 fois plus élevés, avec un maximum début décembre 2008, à 1000 points, 10% au-dessus du taux sans risque! Toutefois, toutes les convertibles n'étant pas à jeter aux oubliettes, les opportunités étaient alors criantes et ce jusqu'en mars 2009, d'où un afflux massif de capitaux sur les fonds d'obligations convertibles.

Comme toutes les excellentes opportunités, celles-ci ont été saisies rapidement. Les écarts de crédit sont revenus à 480 points, soit un rendement moyen supérieur de près de 5% au taux sans risque. Ce niveau reste bien au-dessus de la borne haute de 250 points de la marge de fluctuation historique. Ainsi, des opportunités, même moins criantes, subsistent encore.

Les convertibles vont probablement continuer d'être à la mode pendant encore longtemps, du fait que le compromis entre rendement et protection du capital reste plus que toujours d'actualité. Les investisseurs, qui ont redécouvert cet instrument, ne peuvent plus se permettre d'essayer des pertes aussi importantes que celles de 2008 en cas de retournement des marchés.

*IFP Fund Management SA, Pully, mirante@ifpfund.ch

Chronique des hedge funds

Prise de bénéfiques



Olivier Baumgartner-Bezelgues*

A en croire le communiqué officiel du G20, nous venons d'entrer dans une ère nouvelle où tout est sous contrôle, où les dirigeants de ce monde font l'impossible pour que la croissance, la concorde et le progrès soient au rendez-vous. Cependant le G20 n'est pas le Parti communiste chinois et entre les déclarations d'intention et la réalité, le réveil promet d'être difficile. Quand bien même la dynamique du cycle d'inventaire qui a porté le rebond des marchés n'est pas terminée, la réalité économique risque de rattraper ceux-ci en fin d'année ou en début d'année prochaine.

Pour l'instant personne ne s'en plaindra et surtout pas les hedge funds. Leur excellente performance de septembre, 2,2%, selon le HFRX Global Hedge Fund Index, a porté à 11% leur performance annuelle.

Même si l'environnement actuel est favorable pour presque toutes les stratégies, 2010 s'annonce comme bien plus sélective. En effet, le niveau de la consommation aux Etats-Unis et les niveaux des échanges internationaux traduisent un fonctionnement anémique de l'économie. Ces indicateurs devront impérativement re-

monter à des niveaux acceptables avant la fin de l'année, faute de quoi une correction majeure des marchés financiers semble inévitable.

Certains signes avant-coureurs, comme la contraction de l'agrégat monétaire M2 américain et la faiblesse du Baltic Dry Index (indicateur du niveau des échanges commerciaux internationaux) ne trompent pas. Pour l'instant la montagne de liquidité injectée dans le système par les banques centrales n'a pas trouvé son chemin vers l'économie réelle. La dynamique de cycle d'inventaire améliore le PIB, mais ne garantit pas une reprise de la consommation. C'est *in fine* cette reprise et la diminution du chômage qui permettront de sortir durablement de la récession.

Ce ne sont pas les relativement bons résultats des entreprises qui permettent de dire que la croissance est de retour. Ils ne reflètent que les coupes dans les effectifs, les coûts fixes et les investissements.

La prudence est donc de rigueur dans le cadre de la gestion d'un portefeuille de hedge funds ou de fonds traditionnels. Il est temps de prendre les bénéfiques sur les stratégies ayant bénéficié du rebond des marchés. Un repositionnement progressif vers des stratégies moins directionnelles pour la fin de l'année semble opportun. Les portefeuilles ayant beaucoup souffert en 2008 ont en règle générale très bien rebondi en 2009. Demander le remboursement sur ces positions quand cela est encore

possible permettra de profiter des conditions favorables de liquidité qu'offrent les marchés actuellement.

Il est important de noter que le pourcentage de gain réalisé est très faible pour les stratégies qui affichent des performances élevées cette année et qui ont une forte composante crédit, comme l'arbitrage sur obligations convertibles et les fonds *distressed*. De plus l'environnement favorable pour le crédit est derrière nous, les spreads de crédit étant revenus à leurs niveaux d'avant crise et le crédit ayant en général surperformé les actions depuis janvier.

Une rotation des stratégies vers l'arbitrage sur fusions et acquisitions et les fonds à biais neutre semble indiquée. La première devrait bénéficier des consolidations sectorielles attendues aux Etats-Unis en fin d'année et en 2010. La seconde profitera d'un retour à un régime de marché où les fondamentaux reviennent au goût du jour dans l'évaluation des actions. Accroître les stratégies liées au trading, tels que les CTA et les fonds de trading sur matières premières, permettra de se protéger contre les mouvements adverses sur les marchés actions. Enfin, la volatilité étant revenue à un niveau raisonnable, s'exposer à des gérants au profil acheteur de volatilité permettra d'assurer une partie de son portefeuille à moindre coût.

*Consultant indépendant, CAIA, CIIA, olivier.baumgartner@sunrise.ch

L'avis de l'expert

Des limites de la responsabilité d'une banque dans les agissements d'un employé



Carlo Lombardini*

Le Tribunal fédéral (TF) a rendu un arrêt important en matière de responsabilité bancaire dans la cause 4A_48/2009. Le directeur adjoint d'une banque, chargé des immeubles et de l'équipement, se faisait confier personnellement des fonds par une connaissance en lui promettant des rendements impor-

tants. Le client ne récupérait pas sa mise: le directeur se livrait à grande échelle à des escroqueries au détriment de la clientèle. Il était condamné à cinq ans de réclusion et les auditeurs de la banque relevaient des défaillances graves dans l'organisation.

Le client agissait dès lors en dommages-intérêts contre la banque et obtenait gain de cause devant les juridictions cantonales; celles-ci retenaient toutefois une faute concomitante à sa charge, réduisant le montant qui lui était alloué de 30%. La banque recourait au TF, qui confirmait l'arrêt rendu par la juridiction cantonale. La banque a été condamnée

sur le fondement de sa responsabilité délictuelle et non contractuelle, faute de compte ouvert dans ses livres et partant en l'absence de contrat entre la victime et l'établissement. Se posait dès lors la question de savoir si le directeur adjoint revêtait la qualité d'organe ou de simple employé. La responsabilité de la banque était absolue dans le premier cas de figure, alors qu'une preuve libératoire était possible dans le second.

Le TF rappelait qu'un organe participe effectivement, durablement et de façon décisive à la formation de la volonté sociale, avec des compétences qui dépassent celles des affaires courantes.

Tel n'était pas le cas du directeur adjoint: il avait deux supérieurs dans la hiérarchie; son pouvoir de décision était limité et circonscrit à un certain type d'affaires. Qu'une carte de visite fasse état de son titre ou qu'il dispose d'un grand bureau avec une secrétaire ne changeait rien à cette conclusion.

Dès lors, le client ne pouvait mettre en cause la responsabilité de la banque pour les agissements d'un simple employé que si celui-ci avait agi dans l'accomplissement de son travail et que la banque ne l'avait pas surveillé avec toute la diligence voulue.

Même si l'employé félon était chargé d'activités fondamentale-

ment administratives, compte tenu du fait qu'il travaillait dans une banque, le TF relevait qu'un lien fonctionnel existait entre l'activité et les malversations. Ce cas diffère de celui d'un ouvrier commettant un vol dans un appartement où il est chargé d'effectuer des travaux.

Le TF relevait par ailleurs que la banque n'avait pas correctement surveillé son employé. Les huissiers s'étaient ainsi aperçus que celui-ci recevait trop de personnes par rapport à la fonction qu'il exerçait, mais ne s'en étaient pas préoccupés. Le TF ajoutait que le risque de malversations commises par des employés était un risque inhérent à

l'activité bancaire et que les banques devaient donc se prémunir contre sa réalisation. Enfin, la juridiction suprême confirmait la réduction pour faute concomitante des prétentions du client, opérée compte tenu du rendement mirobolant qui lui avait été promis et qui aurait dû susciter sa suspicion. On lira aussi sur le sujet de la responsabilité des employés d'une banque l'arrêt 4A_54/2008 qui évoque les mêmes questions mais où la banque n'a pas été tenue pour responsable du préjudice également subi par un tiers qui n'était pas son client.

*Avocat au barreau de Genève.

PUBLICITÉ

de restructur...
lié au premier tri...
rant une perte...
de 54 millions de...
llions d'euros). En...
roth-child...
marché du...
ant. Aujourd...
est plus que de...
it pas s'imagi...
de ces établis...
heur des...
i a réussi à...
fre d'affaires...
e 2009 et à...
vu son béné...
%.
re très bien...
et d'adres...
mandats...
voriser les...
ration, ce...
ement le...
usion-...
mble pas...
sera suf...
urrir...
es. ■

SUISSE	Swiss market	5280,94	5/5	-0,70	5881,47	6/1	4234,96	9/3	13,00
ETATS-UNIS	Dow Jones Ind.	8426,74	5/5	2,61	9088,06	6/1	6469,95	6/3	15,00
	Nasdaq composite	1763,56	5/5	2,58	1763,56	4/5	1265,52	9/3	23,20
JAPON	Nikkei 225	8977,37	1/5	1,69	9325,35	7/1	7021,28	10/3	46,00

Copré 09 : pas de slogan, des faits!

Prévoyance La Collective de Prévoyance - Copré met en avant ses avantages :

- Rémunération de l'épargne 2008 : 2.75% sur la totalité
- Taux de conversion : bloqué à 7% dès 2010
- Rendement élevé : intérêt moyen supérieur à 5% depuis 20 ans
- Solidité financière réputée
- Qualité de service reconnue dans le marché

vous paierez moins d...
Inde, que si vous le cr...
gné. En janvier, l'éq...
confirmé que 83 %...
filiata dans un par...

Revenus Surendette de dossier

Le nombre de...
auprés de la F...
ment à anno...
fre le plus in...
surendette...
montée de...
vres », do...
Depuis fé...
s'était st...
ne Laga...
conso...

Entr...
Le no...
ge s...
de...
de...



0848 000 488

www.copre.ch

Prévoyance 2^e pilier pour les PME

