

Focus de l'été

Les obligations convertibles pour tous

Août 2013

Mérites des obligations convertibles

Quelles sont les raisons qui nous amènent à vous promouvoir les mérites des obligations convertibles?

D'abord, la vigueur du marché des obligations convertibles US - sur lesquelles nous observons une corrélation positive entre la hausse des taux et une augmentation sensible du volume des nouvelles émissions - et asiatique est encore bien présente (près de 19 milliards d'USD depuis le début de l'année pour le seul marché US).

Ensuite, en considérant le potentiel de rattrapage du marché des actions européennes, aidé par sa volatilité et ses valorisations attractives, nous constatons une augmentation de la sensibilité action des gérants d'obligations convertibles européennes (plus de 35% de delta), laissant augurer un potentiel d'appréciation pour les investisseurs au Q4 2013.

Finalement, en sachant que 20% du marché des obligations convertibles asiatiques et européennes arrivent à maturité au Q2-Q3 2014, il est fort probable que nous assistions à un marché primaire très vigoureux à la rentrée.

Le moment nous paraît donc particulièrement propice aux propriétés remarquables de ce véhicule d'investissement en partie « dette » et en partie « action », beaucoup moins complexe qu'il n'y paraît et qui mérite sa place dans votre allocation. Rappelons qu'une obligation convertible est très similaire à une obligation à taux fixe. L'obligation paie dans la plupart des cas un coupon fixe en espèces soit annuellement, soit semestriellement, et l'émetteur est obligé de rembourser à l'investisseur son montant nominal à maturité.

Voyons maintenant d'un peu plus près les vertus d'une émission de convertible pour l'emprunteur d'une part, et pour l'investisseur d'autre part.

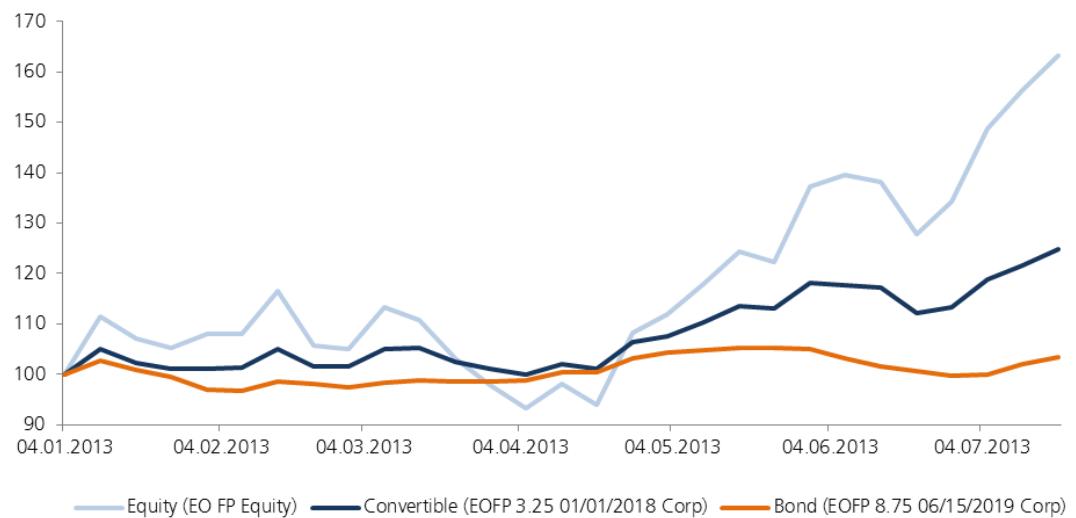
Pour l'emprunteur

Une émission de dette à un taux attractif

L'obligation convertible offre la possibilité pour l'emprunteur de se financer à un taux significativement inférieur à son taux normal d'emprunt. Prenons ici l'exemple de Faurecia qui emprunte à 3.25% via l'émission de l'obligation convertible contre 8.75% pour l'obligation classique. Ce faible coût d'emprunt est rendu possible par la composante « actions » qui fait partie de la structure convertible. De fait, l'obligation est convertible dans un nombre fixe d'actions sous-jacentes à n'importe quel moment de la vie de l'obligation convertible.

Cette option de conversion offerte aux investisseurs leur permet de participer à l'appréciation des actions sous-jacentes (lorsque le cours de ces dernières s'apprécie fortement, on dit que l'option est « dans la monnaie »), contrairement à une obligation classique. Grâce à la valeur de cette option, les investisseurs sont prêts à accepter un rendement pour l'obligation convertible inférieur au taux normal d'une obligation classique.

Performance comparée de l'émission obligataire, de la convertible et du cours de l'action Faurecia YTD



Source: Bloomberg

Focus de l'été

Les obligations convertibles pour tous

Août 2013

Pour l'emprunteur

Une vente d'actions avec une prime sur le cours actuel

Si l'obligation convertible est transformée en actions, ces dernières seront émises avec une prime sur le cours actuel. Dans le cas de la société Y, la prime demandée est de 30%. L'entreprise va donc émettre des titres à 26 CHF en cas de conversion, alors que les actions au cours actuel sont à 20 CHF.

Des capitaux levés plus abondants pour le même niveau de dilution

Forte de cette structure, l'entreprise va pouvoir lever le même montant de fonds en utilisant moins d'actions qu'avec une émission classique. Dans le cas de la société Y qui souhaite lever CHF 1 milliard, cette dernière devrait créer 50 millions d'actions par le biais d'une émission de titres classiques - au cours actuel du marché - contre seulement 38 millions par l'intermédiaire d'une émission de convertibles.

Pour l'investisseur

Lorsque ce dernier souhaite investir dans une obligation convertible, il y souscrit et paie une prime pour posséder lesdites actions. Si l'action s'apprécie rapidement, les investisseurs convertissent l'obligation convertible en action, tout en sachant que leurs rendements seront moindres que s'ils avaient acheté directement les actions sous-jacentes.

Une protection à la baisse

Les convertibles sont comparables aux actions en termes de participation à l'appréciation du cours de l'action, mais contrairement à ces dernières, elles fournissent une protection à la baisse dans le cas d'une performance négative de l'action, d'où un profil de rendement dit « asymétrique ».

Focus de l'été

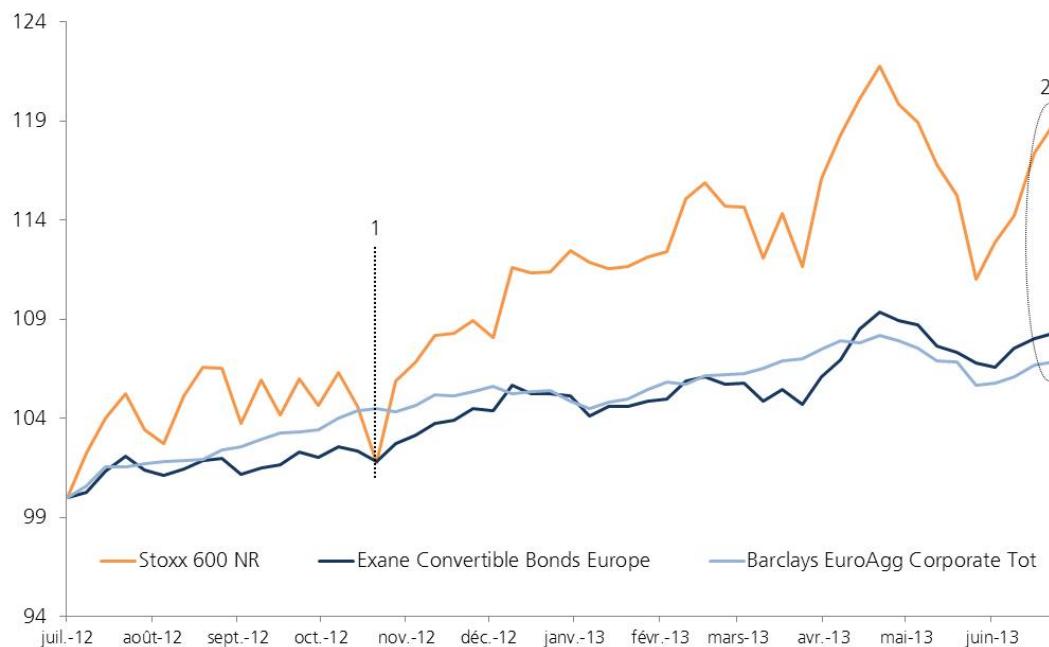
Les obligations convertibles pour tous

Août 2013

Pour l'investisseur

Un potentiel d'appreciation à la hausse

Nous observons ci-dessous le comportement des obligations convertibles européennes sur un an, comparées aux indices actions et obligataires, et remarquons assez rapidement que les obligations convertibles ont surperformé les obligations classiques sur la même période (grâce au resserrement du crédit), car elles ont profité de leur composante action portée par la bonne performance des marchés depuis le début de l'année. En effet, cette composante agit comme un « booster » et les gérants ont décidé, à bon escient, d'augmenter la sensibilité aux actions (1) pour se positionner de manière plus agressive. Par ailleurs, nous pouvons voir qu'elles recèlent encore un important potentiel d'appreciation en regard de la vigueur des marchés actions (2).



Toutefois, si les investisseurs pouvaient être sûrs que le cours de l'action d'une société donnée s'appréciera fortement, ils devraient alors l'acheter directement afin de bénéficier au maximum de la hausse du cours. Dans le cas contraire, si leur conviction est que le cours du titre sera sous pression, ils devraient acheter directement la dette à taux fixe, leur permettant d'obtenir le rendement maximum.

Focus de l'été

Les obligations convertibles pour tous

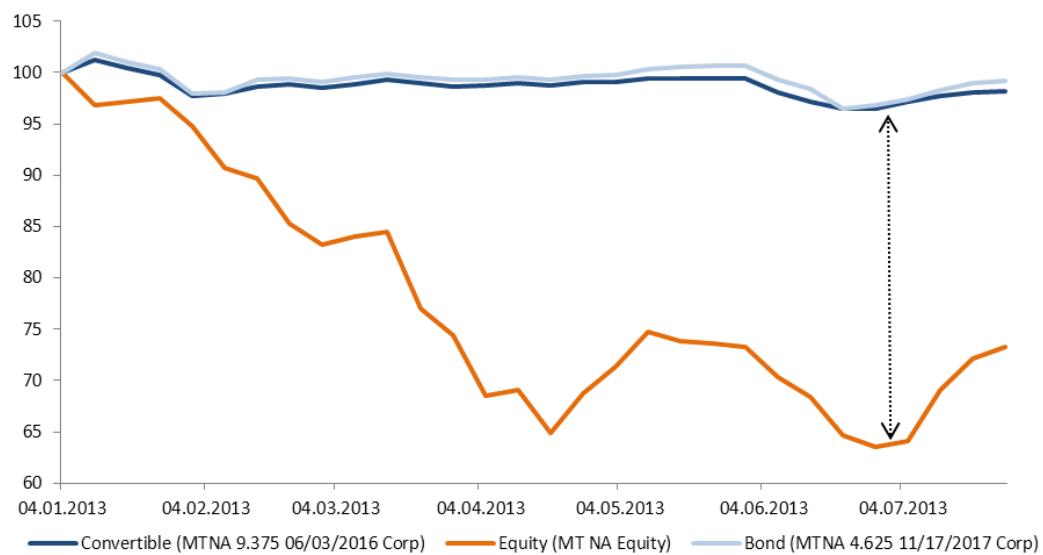
Août 2013

Pour l'investisseur

Le plancher obligataire

Comme les investisseurs ne peuvent pas être certains de l'évolution du cours de l'action, les obligations convertibles offrent la possibilité d'obtenir une partie de l'appréciation du cours de l'action, mais sans en supporter l'intégralité du risque en cas de mauvaise performance du titre. L'illustration de cette asymétrie des rendements prend ici tout son sens avec l'exemple ci-dessous d'Arcelor-Mittal et de ses émissions obligataire et convertible, et du cours de l'action depuis le début de l'année. Si le détenteur de la convertible a pu bénéficier du plancher obligataire offert par l'obligation convertible, l'investisseur en direct dans le titre, lui, n'a pu éviter une baisse de plus de 30%.

Performance comparée de l'émission obligataire, de la convertible et du cours de l'action d'Arcelor-Mittal YTD



Enfin, des clauses sont aussi prévues pour protéger l'investisseur contre le risque de remboursement anticipé de la part de l'émetteur (call), en fixant un seuil de cours de l'action sous-jacente.

Focus de l'été

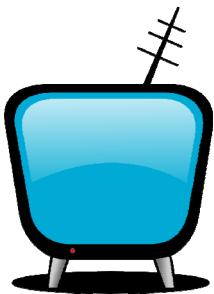
Les obligations convertibles pour tous

Août 2013

En bref

Pour conclure, nous rappelons les principaux atouts des obligations convertibles:

Pour l'investisseur	Une participation à la hausse du cours des actions Une protection à la baisse Un plancher obligataire et une volatilité plus faible que celle des actions
Pour l'emprunteur	Une émission de dette à un taux attractif Une vente d'actions avec une prime sur le cours actuel Des capitaux levés plus abondants pour le même niveau de dilution



Un accès direct à nos gérants?

Mirabaud Asset Management TV

Rendez-vous sur www.mirabaud.com
→ Asset Management