

Obligations convertibles européennes : l'accélération

Gildas de Nercy
Responsable
de la recherche
produits dérivés
Exane



Les obligations convertibles participent au mouvement de hausse générale des actions européennes. Elles connaissent depuis quelques années un développement accéléré et leur marché à l'échelon européen change de physionomie, tant sur un plan géographique que du point de vue de la structure des produits émis.

Depuis 1992, la capitalisation boursière du marché d'obligations convertibles européennes a progressé de plus de 50 %. Celui-ci se présente comme le troisième marché derrière le Japon et les États-Unis, avec des capitalisations respectives de 76, 240 et 120 milliards de dollars à fin juin 1997. Le montant des nouvelles émissions en 1996 a été sensiblement égal dans chacune de ces trois zones géographiques (environ 30 milliards de dollars). L'Europe a donc été le premier émetteur par rapport à la capitalisation boursière (1 et 2).

- Le marché français connaît une croissance régulière depuis 1988. Sa capitalisation est passée de 38 milliards de francs en 1988 à plus de 110 milliards aujourd'hui. Cette forte croissance s'est effectuée de façon progressive et régulière, traduisant l'intérêt des investisseurs et la meilleure compréhension du produit par les émetteurs.

- La croissance globale du marché européen n'a pas profité au marché britannique, qui a vu son poids relatif passer de 45 % en 1992 à 25 % en 1996. Trois facteurs d'explication peuvent être avancés. En premier lieu, le marché primaire s'est effondré après

une année 1993 très active. En 1996 et 1997, on ne dénombre que neuf émissions significatives. Ensuite, les entreprises britanniques guidées par le concept du shareholder value ont proposé deux types d'opérations de nature à contracter le volume de convertibles : le paiement de dividendes extraordinaires qui pousse les porteurs à convertir et le rachat en bourse de ses propres convertibles avec une prime pour éviter toute tentation de conversion. Cependant, la réforme fiscale annoncée par Gordon Brown, qui comprend notamment la suppression de l'avoir fiscal, favorisera les conver-

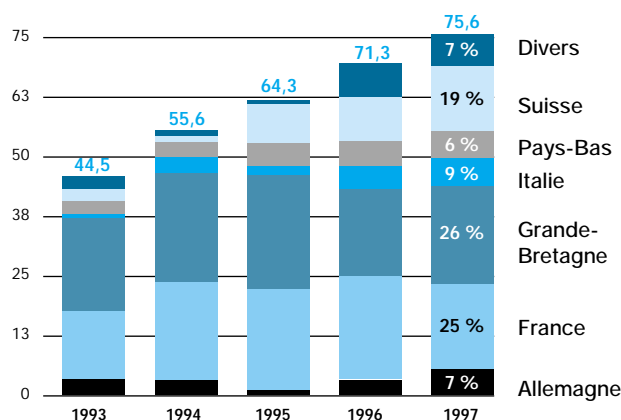
1 Le marché européen des convertibles

Juin 1997	Convertibles	Capitalisation (M\$)	% du nombre de convertibles	% de la capit. totale
France	112	19 427	34,1	25,7
Grande-Bretagne	57	19 064	17,4	25,2
Suisse	40	14 364	12,2	19,0
Italie	24	6 631	7,3	8,8
Allemagne	22	5 532	6,7	7,3
Pays-Bas	29	4 683	8,8	6,2
Suède	7	1 920	2,1	2,5
Finlande	12	1 007	3,7	1,3
Belgique	3	665	0,9	0,9
Luxembourg	6	501	1,8	0,7
Espagne	2	448	0,6	0,6
Pologne	3	329	0,9	0,4
Divers	11	1 043	3,3	1,4
Europe	328	75 610	100,0	100,0

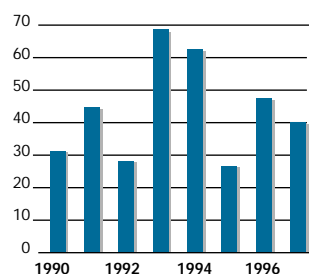
Source : Exane.

2 Capitalisation du marché des convertibles

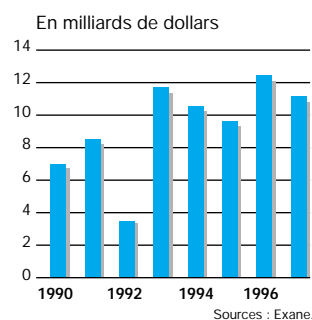
En milliards de dollars



③ Nombre d'émissions



④ Capitalisation émise



⑤ Émissions européennes

	1996		1997	
	Convertibles	Capitalisation (Millions de dollars)	Convertibles	Capitalisation (Millions de dollars)
France	15	3 078	12	2 743
Allemagne	13	2 710	6	2 376
Gde-Bretagne	5	2 210	5	1 373
Italie	2	2 112	3	1 012
Suisse	7	1 566	9	2 732
Pays-Bas	2	210	1	177
Divers	4	471	5	671
Europe	48	12 357	41	11 084

Source Exane.

tibles offrant un avantage de revenus par rapport aux actions sous-jacentes. Enfin, les call émetteurs sont presque systématiquement exercés. Au cours de l'année 1996, quatorze convertibles d'importance ont été rappelées.

• L'une des principales évolutions du marché européen est l'envolée du marché primaire suisse. Avec une croissance impressionnante depuis 1995, la capitalisation helvétique représente désormais 19 % de la capitalisation totale. Cette même année, la Suisse est arrivée en tête des émet-

teurs, avec six nouvelles émissions pour une capitalisation de 10 milliards de dollars.

• Le marché allemand a connu une renaissance avec un quadruplement de la capitalisation en 1996. L'Allemagne, négligeable hier, représente aujourd'hui près de 7 % de la capitalisation européenne. Des facteurs d'ordre structurel ont favorablement influencé le marché, notamment les espoirs d'une réforme fiscale.

L'émergence de ces nouveaux marchés, fondée sur des facteurs struc-

turels, devrait en toute logique perdurer. Elle remet en question la suprématie traditionnelle de la France et de la Grande-Bretagne.

Les nouvelles tendances des émissions

Le marché européen des convertibles a connu une année 1996 mémorable en termes de volume d'émissions nouvelles (③ et ④). La capitalisation émise a atteint 12,3 milliards de dollars, ►

⑥ Analyse des émissions par pays

France

La France reste le leader européen sur le marché primaire, avec une capitalisation émise proche de 3 milliards de dollars. Si le marché s'est montré calme pendant le second semestre 1996, l'année 1997 a en revanche été nettement plus active, en particulier sur le second trimestre, grâce à l'arrivée de nouveaux émetteurs. Contrairement au passé, les grosses capitalisations action – mises à part les AGF qui ont levé 760 millions de dollars – n'ont pas animé le marché. La conjonction de taux d'intérêts généralement considérés à leur plus bas niveau, et de valorisations des marchés d'actions, proches de leur plus haut niveau historique, a créé un environnement favorable à l'émission de convertibles. Les valeurs concernées sont donc naturellement les valeurs de croissance et les sociétés en phase de restructuration pour financer leur croissance ou restructurer leur dette (Castorama, Guilbert, ou Sabaté en 1996 et Phyto-Lierac, Infogrames, Rochefortaise de Comm., LVL Medical).

Allemagne

L'un des phénomènes clés a été l'émergence d'un marché actif de convertibles en Allemagne, à la fois en marks et en dollars. L'environnement est particulièrement favorable à l'émission de convertibles non dilutives : d'une part, les sociétés industrielles demandeuses de fonds propres peuvent émettre des «quasi» convertibles sous forme d'obligations à bons de souscription d'actions afin de contourner la fiscalité sur les convertibles (25 % de retenue à la source) en attendant la refonte du système allemand. D'autre part, les banques allemandes, actuellement soucieuses de se désengager

de leurs portefeuilles de participations, ont commencé à émettre des obligations échangeables dans les titres qu'elles détiennent en participation. Alors qu'une cession directe serait fortement pénalisée par la taxation sur les plus values, ces émissions de convertibles non dilutives leur permettent de vendre des titres à terme en espérant une évolution favorable de la fiscalité. Les émissions ont concerné des firmes de renom comme Daimler Benz, Volkswagen ou Veba. Les investisseurs allemands demeurent néanmoins inaccoutumés aux produits actions et aux implications fiscales d'investissement en produits hybrides. Le marché allemand des convertibles n'est pas encore parvenu au stade d'un marché mature de compagnies émettrices.

Italie

Le marché primaire italien a été dopé en 1996 par la privatisation de l'INA. Conduite en trois tranches, la privatisation de la dernière d'entre elles posait problème au gouvernement italien parce que l'action traitait alors en dessous des cours payés par les souscripteurs des deux premières tranches. Pour ne pas léser les premiers souscripteurs, le gouvernement italien a complété la privatisation au travers d'une émission double-devisé (dollar et lire) de *privatisation exchangeable notes* (PENs), pour un montant global de 2,12 milliards de dollars. C'est la première convertible européenne garantie par un État souverain en Europe.

Suisse

En 1997, le marché suisse a connu 9 nouvelles émissions totalisant 2,3 milliards de dollars. Roche (0 % 1997/2012, 1,171 milliard de dollars de capitalisation à l'émission et 3 milliards de capitalisation nominale) est la plus grosse émission jamais réalisée en Europe en une seule tranche. Ce succès récent peut s'expliquer par différents facteurs :

- en premier lieu, le choix des devises retenues pour les émissions (franc suisse et dollar) répondait parfaitement à la demande des investisseurs tant suisses qu'américains. Une part importante de ces émissions (Roche, Sandoz, Suisse Re) a d'ailleurs été souscrite par des fonds américains ;
- le *rating* excellent des émetteurs (double, voire triple A) et la liquidité des produits émis ont offert aux gérants de réelles opportunités de diversification de leur portefeuille avec un risque limité tant du côté action que sur la devise de référence ;
- le poids des secteurs de l'assurance et de la pharmacie dans le SMI a également joué un rôle important dans cette évolution, leur entrée récente sur le marché des convertibles devant renforcer une tendance de fond ;
- enfin, le niveau très bas des taux d'intérêt dans ce pays, combiné à une performance action excellente ont amené les émetteurs suisses à profiter de ces conditions de marché favorables.

Royaume-Uni

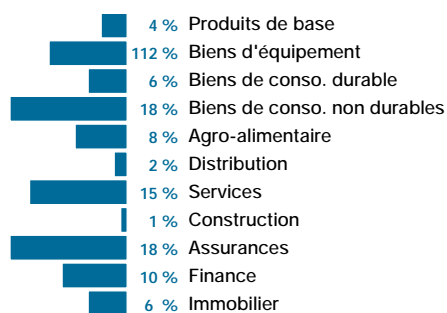
Le marché primaire britannique a été globalement très décevant, peu de compagnies étant enclines à émettre. Quatre émissions significatives ont finalement eu lieu au premier semestre, dont trois provenant d'émetteurs connus sur le marché des convertibles (Land Securities, Daily Mail, British Land).

Europe de l'Est

Le montant total des émissions au second trimestre a atteint 555 millions de dollars, soit 7,3 % du montant des émissions en Europe occidentale. En l'absence de marché développé de la dette d'entreprise, les convertibles offrent une alternative attrayante pour lever des fonds en Europe de l'Est. Compte tenu de la forte volatilité des actions sur ces marchés, une obligation convertible est pour l'investisseur un moyen adéquat de profiter du potentiel de hausse de sociétés en pleine croissance, tout en limitant le risque à la baisse de son investissement. Pour l'émetteur, en plus de la diversification de la source de dette et de taux inférieurs, l'émission de convertibles présente l'avantage d'être plus rapide que celle d'actions. C'est pourquoi les émissions deviennent de plus en plus nombreuses pour assurer le développement des sociétés locales, suivant l'exemple des pays d'Asie. Contrairement aux pratiques usuelles en Europe occidentale, les émissions sont généralement annoncées plusieurs semaines, voire plusieurs mois à l'avance. L'une des difficultés majeures réside dans le suivi des cours, qui sont rarement repris par les diffuseurs habituels, notamment lorsqu'il s'agit de placements privés. De plus, il faudra rester prudent sur les notions de plancher actuariel dans ce type d'environnement, dans la mesure où le risque de signature est encore difficilement quantifiable.

7 Répartition sectorielle du marché européen

Juin 1997



► contre 9,5 milliards en 1995. Toutefois, 1997 s'annonce comme une nouvelle année record puisque plus de 11 milliards de dollars ont été émis sur le seul premier semestre. Malgré d'importants rappels sur de nombreux marchés (Grande-Bretagne, France, Pays-Bas, Scandinavie), le montant des émissions nettes en Europe a atteint 4,8 milliards de dollars au premier semestre 1997.

Cependant, les deux premières capitalisations de convertibles en Europe, la France et le Royaume-Uni, ont marqué le pas et sont en retard par rapport à leur volume habituel d'émissions ⑤. De prime abord, le concept de création de valeur pour l'actionnaire, très en vogue en Europe, apparaît quelque peu dissuasif pour l'émission de produits dilutifs tels que les obliga-

tions convertibles. L'Allemagne a contourné ce phénomène grâce à des émissions non dilutives, montage qui a été réalisé pour la première fois en France par Canal+ pour Mediaset. Depuis le début de l'année, avec plus de 2,3 milliards de dollars, l'Allemagne a été le troisième émetteur en volume derrière la France et la Suisse, totalisant ainsi 21 % des volumes d'émissions en Europe ⑥.

Des produits de plus en plus sophistiqués

Les émetteurs ont désormais acquis une bonne connaissance technique des obligations convertibles, connaissance qui se traduit par la mise sur le marché de produits spécifiquement adaptés à leurs besoins. D'une manière générale, nous assistons aujourd'hui à un développement de produits à forte valeur ajoutée.

- Les convertibles multidevises, notamment en dollars (44 % du volume émis en 1997, 20 % de la capitalisation à juin 1997), intéressent toujours les émetteurs afin d'attirer les investisseurs non-résidents, en particulier américains.

- Les convertibles à zéro coupon (24 % du volume émis) se présentent comme des substituts à l'action, avec simultanément une faible prime et l'existence d'un plancher obligataire attrayant, partiellement financé par l'abandon des dividendes. Clarins,

première société française à émettre une convertible à zéro-coupon, a été très vite rejointe par Norbert Dentressangle.

- Il faut noter la première émission en Europe d'une *catastrophe bond* par Winterthur, dont le paiement du coupon est lié à la sinistralité observée par la société, reportant ainsi un risque de dommages de l'assureur sur les investisseurs. Les AGF se sont également distinguées par une convertible assortie d'une clause de subordination portant à la fois sur le principal et le paiement des coupons, et liée aux ratios de solvabilité des principales filiales de la société.

- Les émissions non-dilutives remportent toujours un franc succès (près de 40 % des émissions de 1997), car les titres sont déjà inclus dans le portefeuille de participations des émetteurs (ex. Canal+, Deutsche Bank...), leur permettant d'obtenir un financement attractif garanti par un actif non stratégique voué à être cédé. Ainsi, la particularité de la convertible Canal+/Mediaset est de combiner une exposition action sur le marché italien au travers de l'action Mediaset, avec une couverture en taux français portant le risque de signature de Canal+.

Depuis le début de cette année, dans un contexte de création de valeur pour l'actionnaire, les grosses sociétés émettent des convertibles pour se refinancer à des conditions attractives en offrant des produits non dilutifs, voire synthétiques (ex. Nestlé, UBS...). Auparavant, seuls les établissements financiers étaient concernés par les cessions de participations, ils sont désormais rejoints par des groupes industriels (Daimler, SCA) ou de service (Canal+).

L'Europe conserve un important potentiel

L'année 1996 a ainsi marqué l'avènement d'un grand marché européen de convertibles, avec l'arrivée de nouveaux émetteurs et une réelle diversification sectorielle ⑦. Il s'est enrichi d'une multiplicité d'instruments originaux. Aucun autre marché de capitaux n'a la même flexibilité pour adapter les modalités de ses produits et offrir de multiples variantes.

L'Europe conserve de surcroît un important potentiel, étant donné les capacités de développement des marchés périphériques et l'étroitesse de l'offre en comparaison avec les marchés nord-américains et japonais. ■

Les indices Exane

Compte tenu de leurs caractéristiques financières hybrides, les obligations convertibles ne peuvent s'analyser directement et de façon pertinente en utilisant des indicateurs traditionnels de la place. Exane a mis en place une gamme d'indices de convertibles européennes. La gestion de ces échantillons a été confiée à partir de 1994 à des comités techniques garants de leur représentativité et de leur transparence. De façon à refléter fidèlement la performance du marché des obligations

convertibles, les indices sont porteurs des capitalisations et intègrent le surcroît de rentabilité apporté par les coupons. Pour ce faire, les coupons détachés par les convertibles des échantillons sont réinvestis dans les indices respectifs.

La volatilité constitue une mesure classique du risque. Les convertibles enregistrent de très bonnes performances sur la période compte tenu d'une volatilité plus de deux fois inférieure à celle des indices actions.

Bilan des performances

Du 31.12.1990 au 31.12.1996

En %	Performance annualisée	Volatilité
Europe		
Convertibles	12,4	5,2
FT Europe	14,4	10,1
France		
Convertibles	11,6	6,2
Cac 40	8,8	16,8
CNO 3-5 ans	11,2	3,3
Royaume-Uni		
Convertibles	13,3	5,4
FT 100	14	11,9
Gilt 5-15 ans	2,6	6,2
Europe continentale (ex-France)		
Convertibles	13,1	9,4
Dax 30	15,6	15,1
SMI	23,2	13,6
AEX	23,1	11,9