

Marché des émissions

L'envol des obligations convertibles



PLUSIEURS ÉMISSIONS ONT marqué les deux premiers mois de l'année : Hutchinson, Vodafone, Telecom Italia, TIM, France Télécom, Orange, Olivetti, Vivendi Universal, Vivendi Environnement. Ensuite, le rythme de croissance s'est maintenu avec des émissions de taille en général plus moyenne.

Après les événements du 11 septembre, la fin d'année a connu un volume d'émissions record avec une succession de grosses émissions : 1,4 milliard d'euros pour Pinault-Printemps-Redoute, 3,5 milliards d'euros pour France Télécom, 1,5 milliard d'euros pour France Télécom/STM.

En France, le montant des émissions d'*equity linked* a représenté 19,4 milliards d'euros, soit presque deux fois et demie celui de 2000, et bien plus que le précédent record de 12,9 milliards d'euros de 1999.

Ce record a concerné surtout les émetteurs capables de réaliser des émissions d'*equity linked* d'un montant supérieur à 150-200 millions d'euros, soit donc en général des émetteurs dont la capitalisation boursière est supérieure à 750 millions.

En deçà de ces chiffres, les émissions sont plus délicates compte tenu de l'appétit plus mesuré de la part des investisseurs, très sensibles à la liquidité du produit, et pour certains, aux possibili-

tés d'arbitrages. La valorisation de ces «petites» émissions est rendue, par ailleurs, plus difficile, notamment en raison de l'incertitude sur le «*rating implicite*» et donc sur le *spread* de l'émetteur.

LES RAISONS DE CET ENGOUEMENT

■ Les éléments conjoncturels

La conjonction de différents facteurs a favorisé une telle situation :

- des niveaux de taux historiquement bas ;
- un niveau de volatilité sur les marchés très élevé où certaines actions ont vu leur volatilité dépasser largement 50 à 60 %, ce qui n'avait jamais été atteint jusqu'à présent. Or, plus le niveau de la volatilité est élevé, plus la valeur de l'option contenue dans l'*equity linked* est élevée, permettant ainsi à l'émetteur d'améliorer les conditions de son financement ;
- une grande difficulté des émetteurs de recourir directement à des émissions d'actions en raison de la mauvaise tenue du marché boursier ;
- un fort appétit des investisseurs pour les obligations convertibles, échangeables et Océanes mixtes, c'est-à-dire avec une sensibilité au cours de l'action relativement forte tout en offrant un plancher actuariel suffisamment proche. De plus, en 2001, la forte baisse des sous-jacents actions liés aux anciennes émissions a raréfié les

Le marché des émissions des «*equity linked*» a battu tous ses records en 2001 en France et en Europe. En l'absence de remontée importante des taux d'intérêt, ces obligations convertibles/Océanes et échangeables demeurent un compartiment très actif en termes d'émission.

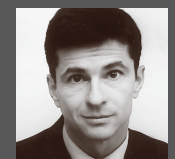
obligations mixtes sur le marché secondaire qui ne représentait plus que le quart de l'encours des obligations convertibles.

■ Les éléments structurels

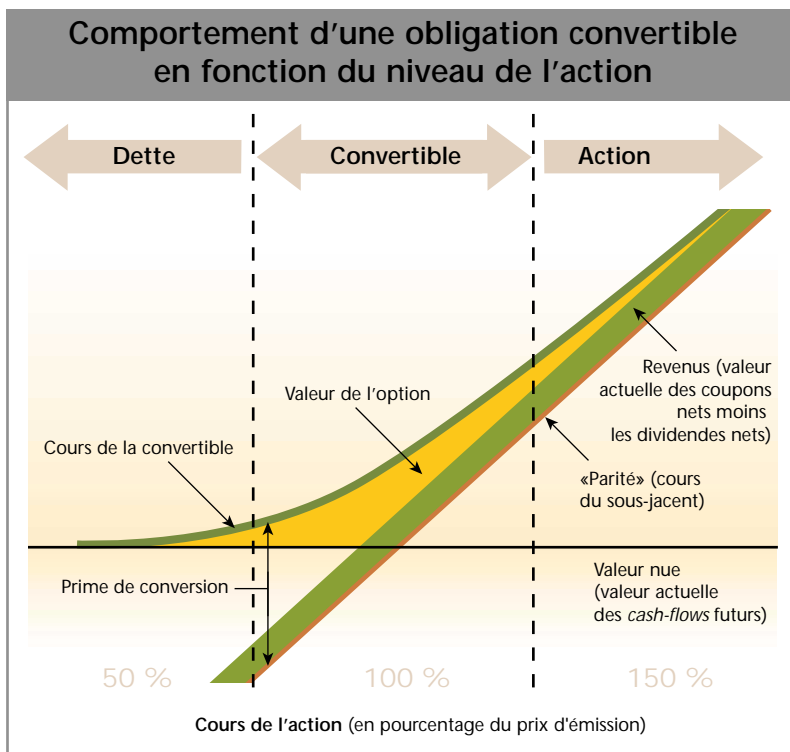
- La structuration des paramètres des obligations convertibles permet une grande souplesse, avec notamment l'optimisation du couple prime d'émission et taux de rendement actuariel en fonction des souhaits de l'émetteur. Le réglage des paramètres étant cependant encadré par les besoins des investisseurs en termes de durée, de prime et de rendement.
- Le financement a été attractif, puisque son coût est abaissé par la valeur de l'option du produit.
- Ce type de financement réduit la dilution du capital de l'émetteur par l'existence d'une prime d'émission par rapport au cours de l'action sous-jacente. Cette dilution est potentielle, car l'émetteur d'Océanes a la possibilité de remettre des actions existantes en échange et non d'en délivrer obligatoirement des nouvelles.
- Quatre catégories d'investis-



PIERRE CAZILHAC
Directeur des marchés primaires actions



FRANÇOIS BAUFINE-DUCROCQ
Directeur des émissions d'actions et dérivés
Natexis Capital
Natexis Banques populaires



seurs au moins ont un intérêt pour ces émissions *equity linked* : actions, convertibles, obligations, et *hedge funds*. Ce choix permet à un émetteur de trouver beaucoup plus de poches d'intérêt que dans le cas d'une émission soit d'actions pures soit d'obligations pures.

LE CAS DES OBLIGATIONS ÉCHANGEABLES

Dans le compartiment des émissions d'*equity linked*, les obli-

gations échangeables ont montré un succès remarquable avec près de 71 % des montants levés en 2001. Elles permettent à un émetteur d'optimiser la gestion de ses actifs et de monétiser ses participations.

Elles présentent des caractéristiques financières similaires aux obligations convertibles, et offrent aux émetteurs la possibilité d'échanger leurs obligations contre des actions existantes de sociétés tierces.

■ Avantages de l'OEA (Obligations échangeables en actions) :

- elle permet de gérer des participations cotées ;
- d'obtenir un financement bon marché ;
- de céder à terme sur le marché, une ligne importante de participation, si l'évolution du cours est favorable.

■ En revanche, les contraintes sont :

- une non-réalisation de la cession en fonction de l'évolution du cours de bourse du sous-jacent ;
- le gel des titres sous-jacents pendant la durée des échangeables.

■ Gérer les participations :

- en facilitant la cession d'une participation non stratégique (Vivendi Universal/Vinci, Vivendi Universal/Vivendi Environnement, Suez/ Vinci) ;
- en augmentant le montant mis sur le marché lors de l'introduction en bourse d'une filiale (introduction d'Orange/OEA France Télécom/Orange) ;
- en finançant le suivi d'un holding dans l'augmentation de capital de sa filiale (OEA Rallye/Casino) ;
- en finançant le développement d'un holding par une dilution limitée de sa participation dans sa filiale (OEA Artémis/Pinault-Printemps-Redoute).

Définition des obligations convertibles

Une obligation convertible est une obligation classique à option de conversion en actions de l'émetteur, exerçable au gré du porteur. Elle comprend une composante obligataire et une composante optionnelle qui peuvent être valorisées séparément en première approche. Cette nature asymétrique de l'obligation convertible, offre à l'investisseur les

moyens de bénéficier de la hausse de l'action, tout en étant protégé à la baisse par la valeur obligataire du produit («plancher obligataire»). Et la valeur du droit à la conversion permet d'émettre l'obligation à un taux inférieur à celui du marché. La conversion n'intervient que si le cours de l'action à l'échéance est supérieur au prix de remboursement de

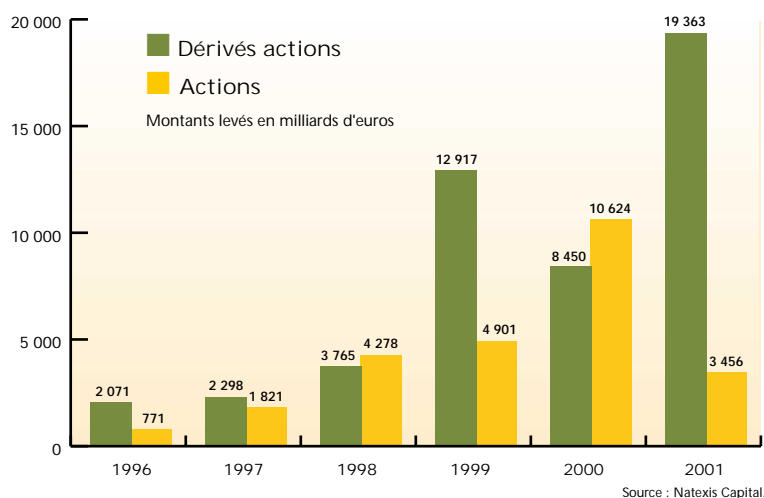
l'obligation convertible.

Terminologie

Le terme «convertible» recouvre souvent les obligations convertibles au sens de la loi de 1966 : les Océanes qui sont de même nature que les obligations convertibles mais qui s'en distinguent juridiquement. Elles peuvent être converties en actions nouvelles ou en actions existantes ; les obligations échan-

geables qui, comme des obligations convertibles s'analysent comme des obligations auxquelles sont attachées des options de conversion en actions, mais s'en différencient sur deux points principaux : l'exercice des options ne donne pas lieu à l'émission d'actions nouvelles ; les actions sous-jacentes aux options ne sont pas celles de l'émetteur des obligations.

Émissions actions et dérivés actions depuis 1996



En France, le montant des émissions d'*equity linked* a représenté 19,4 milliards d'euros, soit presque deux fois et demie celui de 2000.

L'AVENIR DU MARCHÉ

Les éléments conjoncturels qui ont permis cette explosion du marché peuvent être amenés à évoluer : le niveau exceptionnellement bas des taux, même si l'on at-

tend une légère remontée en fin d'année, devrait perdurer en Europe, au moins en 2002. Le niveau de la volatilité des sous-jacents est plus incertain. Il a tendance à baisser depuis mi-2001 et

se situe actuellement sur un plateau. Mais si l'incertitude sur la tendance des actions perdure toujours au premier semestre 2002, le niveau de volatilité des marchés restera élevé.

De façon liée, si on anticipe une remontée des principaux indices boursiers au second semestre 2002, les émetteurs pourront plus facilement avoir recours à des émissions d'actions générant directement des fonds propres nouveaux, et la question du choix entre actions et *equity linked* se reposera clairement. La remontée des bourses redonnera aux obligations convertibles déjà cotées, et qui sont aujourd'hui très obligataires, un caractère mixte dans un premier temps, puis un caractère action. Ces obligations redeviendront donc intéressantes pour les investisseurs convertibles.

En l'absence de remontée importante des taux d'intérêt, les produits *equity linked* demeurent un compartiment très actif en termes d'émission. ■

Les principaux paramètres d'une obligation convertible

Nominal. La valeur de référence de l'obligation : le taux coupon et la valeur de remboursement sont exprimés en pourcentage du nominal.

Prix d'émission. Prix payé par le porteur à l'émetteur à la date de souscription, le plus souvent égal au nominal. Il correspond au prix auquel l'augmentation de capital sera réalisée en cas de conversion et donc auquel les actionnaires seront dilués ou au prix auquel seront échangés les titres en cas d'océanes ou d'échangeables.

Prime par rapport au sous-jacent. C'est le rapport du prix d'émission d'une *equity linked* par rapport à la valeur de l'action au moment du lancement de l'opération.

Coupon. En France, le coupon est payé annuellement. Il doit tenir compte du niveau de dividende versé sur le sous-jacent.

Date de maturité. Si elle n'a pas été convertie auparavant, date à laquelle l'obligation convertible ou échangeable doit être remboursée par l'émetteur au porteur. La durée est généralement comprise entre 4 et 6 ans.

Prime de remboursement. Il est possible de prévoir une prime de remboursement payée à la date de maturité en cas de non-conversion ou de non-échangeable. Elle détermine la valeur de l'option de conversion. La prime de remboursement est utilisée pour limiter le décaissement en trésorerie de la société tout en offrant en cas de non-conversion ou échange le taux de rendement actuariel de l'obligation.

Call émetteur. Il s'agit d'une possibilité de remboursement anticipée pour l'émetteur au bout d'une certaine période (2 à 3 ans en général), si l'action dépasse un certain niveau fixé en pourcentage du prix de remboursement. Une telle clause permet à l'émetteur de transformer, à son gré, sa dette en capital, de gérer son ratio dettes sur fonds propres et éventuellement d'éviter les conséquences d'une baisse ultérieure de son action.

Put émetteur. Selon cette clause récemment introduite en France, les investisseurs ont la possibilité de revendre leurs OC à l'émetteur à une ou plusieurs dates fixées et à un prix fixé de façon à assurer à l'investisseur le TRI à l'émission.