

# L'activité enfin retrouvée devrait se poursuivre

**OBLIGATIONS.** Le marché anticipe que la Banque centrale concentrera une partie significative de ses achats sur les nouvelles émissions. Pour rappel, le programme débutera en juin.

GIANNI PUGLIESE\*

L'activité sur le marché primaire des obligations € corporate notées investment grade (IG) a été faible en début d'année, particulièrement en janvier. Puis, elle a fortement accéléré en réponse à l'annonce du programme d'achat de la BCE en mars. L'élan devrait se poursuivre puisque le marché anticipe que la Banque Centrale concentrera une partie significative de ses achats sur les nouvelles émissions. Pour rappel, le programme débutera en juin. Le rythme d'augmentation des nouvelles émissions corporate IG a

été tel que le retard du début d'année a été complètement rattrapé et que le niveau de fin 2016 pourrait égaler, voire dépasser, le montant record d'environ €250 mds émis dans le segment corporate IG durant 2015. Cela dit, la vigueur actuelle du marché primaire ne se limite pas aux titres éligibles au programme. La cadence des nouvelles émissions d'émetteurs bancaires IG senior unsecured, par exemple, est à peu près semblable à celle observée au cours des deux dernières années. Mais de toute évidence, la réponse de l'offre la plus forte est celle des émetteurs éligibles au programme de la BCE. Si le volume net

des émissions du secteur € IG demeure positif, comme observé ces dernières années, cela pourrait impliquer un montant d'environ €100 mds d'émissions supplémentaires, dont environ 50% provenant d'entreprises IG européennes (source DB). Cela devrait faciliter le rôle de «nouvel acheteur» de la BCE. Côté inéligible, les volumes d'émissions bruts et nets d'entreprises hors Zone Euro devraient également être conséquents, comme ce fut le cas dans les deux dernières années. Au final, il semble que l'offre sur le marché primaire soit là, du moins en 2016. Toute une autre histoire sur le marché primaire des obli-

gations £ Corporate IG. Les incertitudes liées au référendum sur le Brexit ont mis ce segment en mode pause. L'assèchement est brutal puisque le volume des nouvelles émissions £ Corporate IG depuis le début de cette année représente environ 42% de celui observé en 2015 sur la même période et environ 33% de la moyenne à long terme (source DB). La chute est largement due à la disparition des émetteurs non britanniques. Il faudra attendre le vote sur le Brexit pour qu'un retour ait lieu, ou pas.

\* Mirabaud & Cie

## QUESTION SUR L'OPTION COUVERTE

### Avance sur titres pour des options puts

Je dispose d'un dossier-titres d'environ 200.000 francs composé de belles actions solides avec de bons dividendes. Il paraît que je peux emprunter sur mes titres pour augmenter le volume de mon dossier. Questions: comment procéder avec ma banque et puis-je le faire en incluant votre technique de l'option couverte?

MARTIAL DISERENS\*

Quelle belle idée de vouloir augmenter son portefeuille. Mais attention, la prudence est de mise, car aujourd'hui, vous savez ce que vaut votre dossier, mais pas demain!!! Pour répondre à votre première question, comment procéder avec votre banque? Et bien simplement, approchez-vous de votre conseiller et demandez-lui quelle limite il vous accorde. En principe, pour ce genre de dossier, il va vous octroyer une limite d'environ 100.000 francs. Ceci étant fait, c'est là que peut intervenir la technique de l'option couverte. Dans ce genre de cas, il est fortement conseillé de choisir un titre très solide et peu volatil. Personne ne sera étonné si je prends Nestlé comme exemple. Tenant compte que l'action vaut 72,60 francs ce jour, et ne voulant pas utiliser le crédit afin de ne pas payer d'intérêts débiteurs, il faut vous demander combien de Nestlé à 60 francs vous pouvez mettre dans 100.000 francs. Un court calcul vous donnera environ 1700 actions. L'opération logique est donc la suivante: vendez en «opening» 17 puts Nestlé, échéance décembre

2018, base 60 francs à 4,38 francs par action. Votre encaissement immédiat s'élève à 7.446 francs, 7,44% de votre investissement. Mais le plus important dans cette opération, c'est la marge à la baisse ou marge de sécurité que je vous suggère, c'est-à-dire 12,60 francs (72,60 - 60) ou 17,36%. Traduction, il faut que l'action Nestlé baisse de 12,60 francs pour que vous soyez en position de devoir éventuellement acheter à 60 francs, ce qui vous permet de voir largement venir, surtout avec un titre comme celui-là. En résumé, par ce moyen, l'option couverte offre la possibilité d'augmenter un portefeuille, de toucher une prime non fiscalisée, sans nécessairement devoir payer des intérêts. Les cours ont été relevés le 12 mai 2016 à 17h00.

\*Gérant de fortune indépendant. Spécialiste en options couvertes, membre de l'ASG. Tel 021/7843922 ou martialdiserens@hotmail.com.

Posez vos questions par mail ou téléphone sur les options couvertes, l'auteur y répond dans l'édition du lundi de L'Agefi.

# Approche private equity des titres américains de croissance

**LOOMIS SAYLE.** La filiale de Natixis aborde les grandes capitalisations sur la base de leur fondamentaux uniquement.

NICOLETTE DE JONCAIRE

Née en 1926, près de 230 milliards de dollars sous gestion, installée dans 44 pays, une palette complète d'actifs, 92 millions dédiés à la recherche en 2016. Ces quelques chiffres donnent un aperçu de Loomis Sayles, l'une des filiales les plus importantes de Natixis, dont Hollie Briggs, gestionnaire des produits sur actions, venait exposer la stratégie sur les valeurs américaines de croissance à Genève la semaine dernière.

Comment juge-t-on de la valeur d'un titre? Est-il sous-valorisé? Survalorisé?

«Tout est question de perception. Si l'on se laisse guider par des émotions primaires (la peur ou par l'avidité), toute nouvelle, bonne ou mauvaise, peut déclencher l'euphorie ou l'anxiété». Avec pour corollaire de sérieuses erreurs d'évaluation du prix des actifs. La plupart des stratégies de croissance capturent plus de 100% de cette croissance en période de boom. Mais elles les reperdent en période de crise. Le secret selon Hollie Briggs? Contrôler ses émotions, ignorer les benchmarks et s'en tenir aux fondamentaux et au long terme.

Cette vision habituellement caractéristique du private equity, Hollie Briggs l'applique aux grandes capitalisations de croissance avec un horizon d'investissement à cinq ans et une faible rotation du portefeuille (15,9%).



**HOLLIE BRIGGS.** Contrôler ses émotions et ignorer les benchmarks.

Les entreprises sélectionnées doivent démontrer qu'elles maîtrisent un modèle avec des avantages compétitifs de nature durable et qui est difficile – voire impossible – à répliquer. Les élus sauront investir pour maintenir leur position dominante de manière durable, même si la transition doit être lente. Exemples, Oracle ou Cisco qui ont su modifier leur business model en migrant de la vente d'installations sur site aux services par le cloud, en évoluant du paiement unique à l'abonnement réparti sur la durée.

Au premier chef donc, un leadership visionnaire qui sait tirer parti des tendances séculaires (e-commerce ainsi que publicité online, applications mobiles, paiements dématérialisés, marchés de consommation émergents, vieillissement de la population, outsourcing ou boissons énergisantes pour ne citer que quelques exemples) sur lesquelles les marchés offrent encore une impor-

tante pénétration potentielle. Autre exemple cité par Hollie Briggs, le cas de Visa. Avec environ 60% de part du marché des paiements digitaux, la société peut se tailler une place encore plus considérable sur les paiements dématérialisés qui ne représentent encore qu'à peu près 40% du marché adressable. La croissance des paiements de Visa est de 9 à 11% par an dans les dernières années car le paiement dématérialisé croît plus vite que celui de la consommation dont la progression est de 3 à 5% sur la même période. Loomis Sayles a acquis une position sur Visa dès son IPO en 2008 et la conserve encore (5,18% du portefeuille actuel). A noter, le tiers des sociétés en position le sont depuis le lancement de la stratégie il y a presque 10 ans.

Une fois identifiées les candidates, reste à les acquérir au bon moment. Un processus assez complexe qui nécessite d'évaluer les prix sur la base de scénarios optimistes, pessimistes, baissiers et médians d'évaluation de la valeur intrinsèque du titre. Les raisons pour lesquelles les prévisions de cours de l'équipe diffèrent des prix du marché sont soigneusement examinées. Loomis Sayles tend à acquérir d'abord une position de taille modeste puis à la consolider avec le temps en fonction de la faiblesse des prix. Les positions sont revendues quand le titre a atteint sa valeur intrinsèque (telle qu'estimée par l'équipe) ou si un can-

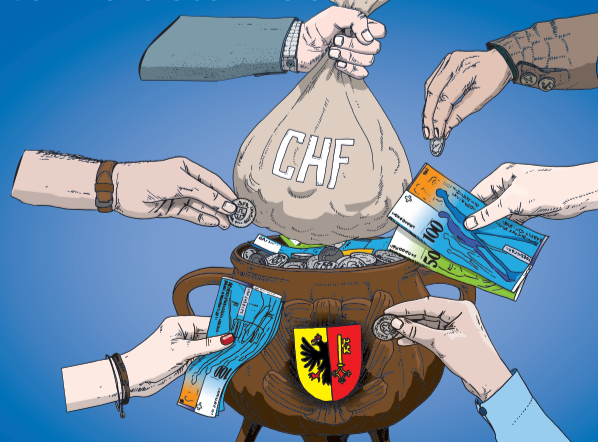
didat comparable se vend à un prix encore inférieur à sa valeur intrinsèque. C'est à dire quand la croissance potentielle est au moins deux fois plus grande que le risque de baisse (un ratio 2:1 du potentiel de hausse relativement au potentiel de baisse).

La rigueur du processus sélectif mène à une concentration assez élevée du portefeuille où ne figurent que trente à quarante titres, la diversification dérivant de celle des principaux moteurs de la croissance.

Un autre exemple illustre l'approche somme toute peu orthodoxe de Loomis Sayles. Bien que très orientée en ce moment vers les sociétés de technologie informatique qui représentent actuellement 44% du portefeuille, la gestionnaire n'a jamais acquis de titres Apple. «Apple ne respecte pas nos exigences de qualité, explique Hollie Briggs, leur avantage compétitif n'est pas de nature durable. Au niveau des résultats financiers, l'iPhone représente la moitié du chiffre d'affaires et deux tiers des profits. Le risque de baisse potentielle est considérable».

LES ENTREPRISES DOIVENT DÉMONSTRER LA MAÎTRISE D'UN MODÈLE AUX AVANTAGES COMPÉTITIFS DURABLES ET DIFFICILE À RÉPLIQUER.

## IMPOSITION D'APRÈS LA DÉPENSE (LIPP) VOTATIONS: 5 JUIN 2016



**OUI**  
À DE NOUVEAUX BONS CONTRIBUTEURS

### STANDARD & POOR'S: note maximale pour la Suisse

L'agence américaine Standard & Poor's (S&P) confirme la note maximale «AAA» pour la dette souveraine de la Suisse. L'agence de notation basée aux Etats-Unis se dit confiante dans la capacité de l'économie helvétique à supporter l'appréciation de sa monnaie. «La Confédération suisse possède une économie très compétitive et diversifiée», «des institutions extrêmement efficaces», «une position externe forte» et «une considérable flexibilité fiscale et monétaire», a estimé l'agence de notation américaine dans un communiqué. Standard & Poor's assortit sa notation d'une perspective stable, en raison de la capacité de l'économie suisse à «maintenir sa compétitivité en dépit de l'appréciation de sa devise» ainsi qu'à «contenir les risques associés à son secteur des services financiers». Selon l'agence de notation, l'économie helvétique est aussi en mesure «de résister aux pressions extérieures» suite à la décision de la Banque nationale suisse (BNS), il y a presque une année et demi: le 15 janvier 2015, d'abandonner le taux plancher, l'instrument qui limitait depuis plus de trois années la progression de la devise suisse face à la monnaie européenne. – (ats)

### STANDARD & POOR'S: note de BB- pour VAT Group

Après son IPO à la Bourse suisse, l'agence de notation Standard & Poor's (S&P) a attribué une première note à VAT Group: BB- avec perspective stable. S&P relève que l'IPO s'est déroulée avec succès et que la conversion d'un prêt en actions a amélioré le profil de risque crédit de VAT et élargi la base de l'actionnariat. La politique de dividende agressive de la société pèse toutefois sur le profil de risque financier. VAT est leader du marché dans le secteur des soupapes à vide et jouit d'un avantage technologique et d'une diversification géographique attractive, selon l'agence. L'entreprise est cependant largement dépendante de la volatilité de l'industrie des semi-conducteurs.

### VALRES SRF: augmentation de capital de 45 millions

Le fonds immobilier Valres Swiss Residential Fund (VSRF) a procédé à une augmentation de capital qui a rapporté un produit d'émission de 45 millions de francs. La libération des parts est intervenue le 19 mai, a précisé la société d'exploitation du fonds, Valres Fund Management. 100% des nouvelles parts ont été placées durant le délai de souscription.