

4 janvier 2010

## Valeur cachée

Klaus Blaabjerg explique à Martin Steward que la recherche d'un effet taille de capitalisation et d'un effet value en rapport avec les spreads du crédit à haut rendement sont susceptibles de minimiser le risque baissier et de maximiser le risque d'acquisition

**K**laus Blaabjerg a bien géré la SICAV Sparinvest High Yield Value Bonds pendant les mauvaises périodes comme pendant les bonnes : que ce soit pour l'année en cours, sur douze mois ou sur trois ans, elle a régulièrement occupé le haut du palmarès. Les raisons qu'il avance pour expliquer les conditions favorables dont bénéficie le crédit à haut rendement en général et sa stratégie en particulier semblent relativement familières à première vue.

Il note que les obligations ont tendance à surperformer les actions après une récession, car la priorité des directions des sociétés est de restructurer leur dette. Il cite à cet égard l'exemple du refinancement du producteur mexicain de ciment Cemex dont il a acquis des obligations cette année: "Ils ont promis d'émettre 1 milliard d'USD de nouvelles actions. Le secteur américain du crédit est actuellement submergé de nouvelles similaires, qui créent un environnement bien plus favorable aux créanciers qu'aux actionnaires." Mais, ajoute-t-il, les liquidités étant moins abondantes, "le rally est terminé et nous sommes passés à une nouvelle phase où la sélectivité sera déterminante "et des émetteurs d'obligations à haut rendement auront du mal à survivre aux deux prochaines années, ce qui signifie qu'une stratégie active comme la sienne est incontournable." Pour étayer ses convictions, il prend l'exemple de Grohe, le fabricant allemand d'accessoires de salles de bains : "Il s'agit d'une société typiquement susceptible de faire l'objet d'un LBO, détenue par plusieurs gestionnaires de haut rendement dont la situation en termes de crédit ne s'améliore pas. Si elle a vu son cours s'envoler ainsi c'est en raison de la technologie indicielle et des gérants qui restent trop proches des indices de référence. Mon scénario central ne table pas sur un fort désengagement, mais il existe de meilleures opportunités liées à des gestions plus sélectives."

C'est quand il rentre dans les détails de sa méthode de sélection que le discours de M. Blaabjerg diffère de celui de nombreux autres gérants de crédit et ressemble dav-

antage à celui d'un gérant d'actions. S'agissant du risque de crédit, on peut supposer que le spread est le reflet du risque de crédit. Mais un article écrit en 2001 par Edwin Elton, Martin Gruber et d'autres personnes a montré que "la probabilité de défaut escomptée ne représentait en réalité qu'une partie étonnamment petite du credit premium offert par l'obligation d'entreprise par rapport aux bons du Trésor" : une fois les impôts de l'État inclus, elle représente à peine plus de la moitié de l'écart de rendement. Les analyses effectuées par Fama et French montrent que près de 85 % du reste sont "étroitement liés aux facteurs que nous acceptons communément comme responsables des primes de risque des actions", c'est-à-dire les effets de taille de capitalisation et les effets value.

"La taille et la liquidité sont liées. Donc si vous achetez des obligations de petites sociétés, vous devez être compensé pour le risque de liquidité que vous encourez", explique M. Blaabjerg. Il pense que le moment est venu d'être surexposé à ces risques et Sparinvest a récemment lancé un nouveau fonds luxembourgeois – dans lequel un 'club' d'investisseurs institutionnels a investi – qui est assorti d'une échéance à trois ans visant spécifiquement à exploiter cette niche de marché. Plus généralement, les conclusions de l'article de 2001 viennent alimenter le processus d'investissement de Sparinvest, qui démarre avec un filtre « value » qui va au-delà des notations de crédit pour se concentrer sur la capitalisation boursière ainsi que les ratios cours / valeur comptable et endettement net / fonds propres. Ce premier filtre est suivi d'une analyse plus traditionnelle des sociétés et des obligations ainsi que d'une construction de portefeuille 100% bottom-up et purement value. "La plupart des gérants de crédit se concentrent sur le secteur, la région, la note et la couverture des intérêts, mais pas sur la manière dont le caractère bon marché de l'action elle-même est lié à la position en cash dans le bilan", observe M. Blaabjerg.

Il cite à titre d'exemple le fabricant de vêtements de golf Perry Ellis pour montrer les opportunités qui échappent ►

◀ à l'analyse classique du crédit. Comme il s'agit d'un secteur cyclique et que son ratio de couverture des intérêts correspond à la moitié de celui de la moyenne de l'indice de référence, une note B- a été attribuée à Perry Ellis. Mais même après avoir procédé à plusieurs acquisitions, le rapport endettement net / fonds propres de la société reste stable à environ un cinquième du niveau moyen de l'indice de référence. "S'agissant du risque de refinancement, la société n'a pas fait appel aux lignes de crédit existantes et elle dispose de liquidités", affirme M. Blaabjerg. "Certes, une note médiocre peut être attribuée à une entreprise en raison d'un bilan de mauvaise qualité, mais parfois aussi seulement parce qu'elle est de petite taille."

La capitalisation boursière de Perry Ellis correspond à 2% seulement de la taille moyenne des sociétés de l'indice de référence et ses titres sont bon marché: son ratio cours / valeur comptable est égal à un septième de celui de l'indice de référence. Si vous pensez comme nous que le caractère value d'une obligation est un facteur important pour l'analyse des spreads de crédit et qu'il porte ses fruits pendant les périodes de reprise économique, la décision d'achat ne fait alors aucune équivoque. Et même si vous n'êtes pas de cet avis, la possibilité que Perry Ellis devienne lui-même la cible d'une acquisition est attrayante car ses obligations sont assorties d'une clause de changement de contrôle qui les rend remboursables à 101 cents pour un dollar. À la mi-décembre, son obligation 2013 présentait un rendement d'environ 10% et s'échangeait à 98 cents.

Mais à l'instar des gestionnaires d'actions, M. Blaabjerg parle du piège de la value (value trap): "N'investissez pas dans le ratio cours / valeur comptable le plus faible à moins qu'il ne s'accompagne d'un ratio endettement net / fonds propre faible lui aussi", prévient-il, "car un ratio cours /

valeur comptable faible peut être un signe des difficultés de la société".

Le Norvégien Sevan Marine représente un exemple classique de ratio cours / valeur comptable faible (actuellement 0,45 fois) adossé à des actifs assortis d'une mesure endettement / valeur compétitive. Le risque considérable de refinancement a été quelque peu atténué par une émission d'actions. Mais ce qu'il convient surtout de noter, c'est que les obligations 2011 dans lesquelles M. Blaabjerg a investi sont adossées, en cas de défaillance, à une garantie prioritaire sur une plateforme pétrolière prospère en mer du Nord. Cette plateforme a été construite en 2004 pour un montant de 140 millions d'USD (la valeur de la dette engagée sous forme d'obligations), mais des estimations prudentes l'évaluent aujourd'hui à 250-300 millions d'USD. "Il serait certes onéreux pour nous de posséder cette plateforme, admet M. Blaabjerg, mais même si nous devons verser 20 millions d'USD aux avocats chargés de régler le problème, nous dépasserons largement les 140 millions d'USD qu'il nous faudrait pour obtenir la valeur au pair de nos obligations."

Pourquoi alors le cours moyen des obligations n'est-il que de 86 cents et le rendement du portefeuille de 13,5%? Tout simplement parce que la société n'est pas notée ni incluse dans l'indice de référence. Un investissement hors de l'indice n'est pas si inhabituel pour les gestionnaires de haut rendement, mais on peut affirmer que cette stratégie "taille de capitalisation" et "value" généralement appliquée aux actions convient le mieux à l'identification de ces opportunités périphériques, d'autant plus que ces facteurs commencent à porter leurs fruits au fur et à mesure que l'économie redémarre.