

Hebdo Crédit

Du 7 septembre 2020

Une semaine de rentrée assez calme sur les marchés de crédit

Entreprises citées dans l'Hebdo

Volkswagen, BP, Bayer, Vallourec, SLN, Eramet, Glencore, Suedzucker, Arcelor, Tereos, SNCF, Areva, Air France, Thomson, Bull, Sagem, Loxam, Douglas, Hema, Selecta, Aryzta, Casino

Une semaine de rentrée assez calme sur le crédit, avec un marché des nouvelles émissions encore atone, des taux souverains qui poursuivent leurs allers-retours de quelques points de base et des corporates soutenus par les investisseurs qui ont définitivement acté que les taux resteront bas longtemps et qu'il est désormais inutile, voire coûteux, d'attendre pour investir, malgré les incertitudes économiques majeures...

Ajoutons à cela la compression des liquidités des banques centrales et les taux des corporates de qualité intermédiaire ou bonne qui devraient enfoncer les planchers que nous voyions début 2020... Le tout malheureusement avec des à-coups parfois violents, au gré d'une nouvelle inattendue, d'une publication malencontreuse, ou d'une autre polémique extra-financière comme l'ont connues Volkswagen, BP ou Bayer en leur temps... Les investisseurs devront donc s'habituer, pour les années à venir, à deux choses :

1. Un ratio de Sharpe (rendement rapporté à la volatilité) entre 0 et 1 pour la plupart des segments obligataires sur le long terme
2. S'exonérer de la volatilité et penser plutôt, comme le font les investisseurs institutionnels, investisseurs traditionnels du marché obligataire, seulement au risque de non-remboursement à l'échéance.

Semaine calme donc hormis deux évènements qui pourraient être des signes avant-coureurs des prochains mois en matière de risque de la gestion obligataire corporate. Ces deux évènements sont relativement comparables, voire identiques puisqu'il s'agit de la capitulation

de deux entreprises françaises : Vallourec et la SLN, filiale à 56% de Eramet, qui s'orientent vers la nomination d'un mandataire ad hoc pour organiser la restructuration de leur dette.

Concernant les détails de ces opérations, qui ne sont pas l'objet de cet hebdo, nous préférons vous communiquer ci-dessous les liens vers :

- [Notre flash Vallourec](#)
- Les notes Octo Finances sur Vallourec ([note 1](#), [note 2](#))
- [La note Octo Finances sur Eramet](#)

Ce qui nous intéressera plus aujourd'hui, ce sont plutôt les similitudes de ces deux cas et la probabilité significative de voir, dans les mois à venir, d'autres entreprises comparables connaître les mêmes déboires catastrophiques pour les créanciers obligataires puisqu'ils signifient la quasi nécessité de voir leurs obligations restructurées : rallongement des échéances, révision des coupons à la baisse, échange des obligations en actions, mise en défaut de l'entreprise et vente des actifs à la découpe, scission entre une oldco « Holding Company » et une newco « New Company » permettant de conserver l'activité opérationnelle tout en isolant les dettes, ... Autant de réjouissances juridiques voire judiciaires auxquelles un gérant obligataire traditionnel est heureusement peu habitué et dont la complexité et le coût administratif et financier sont souvent réservés à des fonds spécialisés assez peu répandus en Europe continentale.

Quelles similitudes peut-on trouver dans ces deux cas et qui pourraient concerner d'autres entreprises que l'on prendra grand soin d'éviter dans ses portefeuilles ?

- **Des entreprises aux difficultés récurrentes** : on ne compte plus les avertissements sur résultats, augmentations de capital, injections diverses, négociations, plans sociaux au sein de Vallourec comme d'Eramet ou de sa filiale depuis au moins une dizaine d'années. La crise actuelle aura au moins l'avantage de nettoyer quelque peu le terrain et d'éviter de nouvelles levées de capitaux à fonds perdus...

- **Le secteur des matières premières** : depuis la crise de 2015-2016, bon nombre d'entreprises du secteur ne sont pas parvenues à remonter la pente :

- Soit parce qu'elles n'avaient pas entrepris les restructurations de fonds nécessaires à l'époque et s'étaient contentées de cosmétique. Ainsi, à l'inverse d'entreprises comme Glencore, Suedzucker ou Arcelor qui avaient entrepris des cessions d'actifs importantes et des réductions de coûts drastiques, la SLN et sa maison-mère Eramet tout comme Vallourec, se sont contentées de rester simplement à flot et de mettre à contribution les actionnaires pour injecter quelques centaines de millions et les créanciers en mal de rendement pour rouler leur dette. Tereos (concurrent de Suedzucker et propriétaire de Beghin Say notamment) est un

autre exemple d'entreprise (ou plutôt de coopérative) connaissant des difficultés récurrentes en la matière...

- Soit parce que leur sous-secteur lui-même connaît une crise plus profonde que le simple stress de 2016 : c'est justement le cas du pétrole dont les prix se sont effondrés en début d'année et restent aujourd'hui à des prix ne justifiant absolument pas des investissements massifs pour l'extraire...C'est pourtant exactement le créneau de Vallourec, dont les tuyaux de haute qualité et sans soudure permettent les forages dans les puits les plus profonds et les plus difficiles d'accès, mais évidemment à un prix plus élevé que la moyenne et surtout que le prix actuel du pétrole. C'est aussi le créneau du schiste américain qui a vu en quelques mois la plupart de ses gisements fermer. Les crises accélèrent souvent quelques tendances de fond, il est peu probable que la crise du de la Covid-19 signe l'arrêt de mort de l'ère du pétrole, mais elle lui aura tout de même asséné un premier coup assez significatif, aidée par l'entrée en force des critères ESG dans les portefeuilles. Comme le secteur de la grande distribution, synonyme, il y a une décennie, de haute qualité de crédit et d'investissement sans risque pour les gérants obligataires et basculant depuis quelques années dans le segment spéculatif ou pire, le secteur pétrolier devra désormais être vu différemment par les investisseurs obligataires... N'oublions pas ici que Total a payé ses dividendes grâce à une hausse de son endettement, ce qui n'est pas un très bon signe... Parmi les secteurs aux difficultés de fond et dans lesquels on pourrait observer une vague de faillites : la distribution physique de taille intermédiaire, la mode, le tourisme, les casinos (surtout aux USA), les opérateurs de certains loisirs comme le cinéma ou les parcs d'attraction.

- **L'Etat actionnaire** : on ne saurait pas trop déterminer ici si les entreprises deviennent mal gérées parce qu'elles ont l'Etat Français à leur capital ou si elles finissent par avoir l'Etat Français à leur capital parce qu'elles étaient mal gérées et qu'elles avaient besoin d'aide... Il y a sûrement un peu des deux et nous ne nous risquons pas ici à un diagnostic péremptoire, tant les exemples sont hétérogènes et le sujet polémique. Toujours est-il que, pour un gérant obligataire, le constat final est là : une grande partie des entreprises ayant l'Etat à leur capital ont une qualité de crédit nettement moins bonne que le rendement qu'elles proposent car les investisseurs, en particulier français, considèrent cet actionnariat comme une simili-garantie, c'est-à-dire un accès aux poches profondes de l'Etat providence... Attention ici car il est nécessaire d'opérer trois distinctions fondamentales :

- La première sur l'importance de l'Etat dans l'entreprise : il est évident qu'une entreprise comme la SNCF, pour le moment, ne pourrait se voir abandonner par l'Etat Français qui en est actionnaire à 100%... Quoiqu'il en coûte, et ce n'est rien de le dire, l'Etat Français ne peut se permettre de voir la SNCF restructurer sa dette au risque de voir l'ensemble des véhicules d'émission et autres Epic (Établissement public à caractère industriel et commercial) ou sociétés privées à capital public susciter la défiance des investisseurs internationaux, voir leur taux d'emprunt bondir et le budget de l'Etat se déséquilibrer encore un peu plus... Alors même qu'il a la chance d'avoir, pour le moment, la confiance plus qu'aveugle des investisseurs qui lui prêtent en dessous de zéro... Ce n'est pas le cas de la SLN ou de Eramet dont l'Etat, minoritaire, détient respectivement une action et environ 25% du capital.

- La seconde porte sur l'aspect stratégique de l'entreprise : point besoin ici d'épiloguer, Areva ou Air France sont des entreprises stratégiques et l'Etat n'a pas souhaité qu'elles risquent le défaut, Vallourec n'en est plus une, que ce soit pour le secteur ou pour la taille et l'impact social. Eramet ou la SLN pourraient être un cas particulier, car si petites soient elles, elles ont un rôle clé en Nouvelle Calédonie, dont les difficultés et implications politiques et sociales sont significatives pour la France.
- La troisième porte sur la temporalité : si l'Etat Français pouvait se permettre de dépenser quelques centaines de millions supplémentaires il y a quelques années, aidé par les taux zéro et la politique accommodante de la BCE, la situation a lourdement changé cette année : ce ne sont plus quelques entreprises de quelques secteurs traditionnellement sinistrés qui sont aux abois et appellent l'Etat à l'aide, ce sont des centaines de milliers de PME et ETI, opérant dans des secteurs clés de voûte de l'économie française : le tourisme, l'hôtellerie, la restauration, le BTP, l'automobile, l'aéronautique, le transport... L'Etat sera donc plus sélectif dans ses sauvetages, au détriment des créanciers obligataires.

- **Le management** : nous nous contenterons ici du simple constat d'échec de bon nombre d'entreprises du fameux « capitalisme d'Etat à la française ». Qu'il s'agisse de Vallourec, Areva, Thomson, Bull ou Sagem en leur temps, dont on retrouve d'ailleurs souvent les dirigeants chez les uns puis chez les autres, il est aisé de trouver quelques points communs dans la gestion de l'entreprise (décalage avec la concurrence, projets pharaoniques, absence de remise en question, dépenses courantes élevées,...) qui ne sont clairement pas favorables aux créanciers et qui les obligent à se reposer in fine sur le bon vouloir du gouvernement en place et sur sa capacité d'assistance... Un critère d'analyse binaire et assez complexe à maîtriser qu'on préférera éviter dans le contexte actuel d'une hausse généralisée de l'endettement et d'un climat social difficile. De manière générale, le management est clé dans la gestion des crises, et on notera que les managements fiables et réguliers en dehors des périodes de crise permettent en général à leurs entreprises de les traverser mieux que leurs pairs, comme c'est le cas de Loxam, Douglas ou Suedzucker. A l'inverse, certaines entreprises au management trop agressif, trop enclin à la rémunération des actionnaires, ou trop mouvant sont régulièrement en difficulté et parviennent rarement à passer les crises. Nous signalerons ici les cas de Hema, Selecta, Aryzta, Casino dont les avertissements sont fréquents depuis plusieurs années...

Il est encore trop tôt pour tirer des conclusions sur les restructurations de Vallourec ou sur la SLN qui pourraient mettre plusieurs mois à se finaliser mais nous pourrions cependant appliquer les quelques critères ci-dessus pour sélectionner nos investissements futurs. En effet, le rapport rendement/risque du marché obligataire corporate étant limité par construction (le prix de remboursement agit comme un 'cap' à l'échéance) et les rendements étant compressés, à long terme, par les banques centrales sur lesquelles un investisseur aura peu d'emprise, il devient encore plus primordial pour le gérant obligataire de se concentrer d'abord sur les risques avant d'espérer une quelconque rentabilité.

A Propos d'Octo AM

Créée en 2011 à l'initiative d'Octo Finances et adossée au groupe Amplegest depuis 2018, Octo AM est spécialiste de la gestion obligataire 'value'. S'adressant essentiellement aux investisseurs professionnels, qu'ils soient institutionnels ou patrimoniaux, Octo AM décline sa gestion au travers de fonds ouverts, fonds dédiés ou mandats avec un objectif permanent : rechercher les obligations offrant, selon le gérant, un rendement supérieur à son risque de crédit sur un horizon donné.

CONTACTS PRESSE :

Zarema Kanieva: 06 16 83 29 16 – zkanieva@fargo.agency

Thomas Carlat: 06 16 83 88 17 – tcarlat@fargo.agency
