

Investir à contre-courant dans la crise bancaire italienne «L'opinion de nos gérants actions européennes»

Mercredi, 09/13/2017

L'exploitation de la faiblesse des valeurs financières italiennes liée à la crise des créances douteuses a constitué l'un de nos thèmes clés en 2016. Différentes mesures ont depuis été mises en œuvre pour résoudre cette crise et le système bancaire italien dispose désormais de bases bien plus solides. Un an après le plus fort de la crise, nous profitons de cette occasion pour expliquer notre raisonnement à l'époque et la manière dont nous avons investi pour tirer parti de la situation, et pour examiner la performance de ces placements.

Découvrez ici pourquoi notre approche active et contrarienne est unique



Prasaanna Jeyanandhan
European Equities Expert



Michael Clements
European Equities Expert

«Nous nous sommes abstenus d'investir dans ces banques, mais avons en revanche identifié des opportunités très intéressantes de jouer le redressement du secteur sans assumer les mêmes risques.»

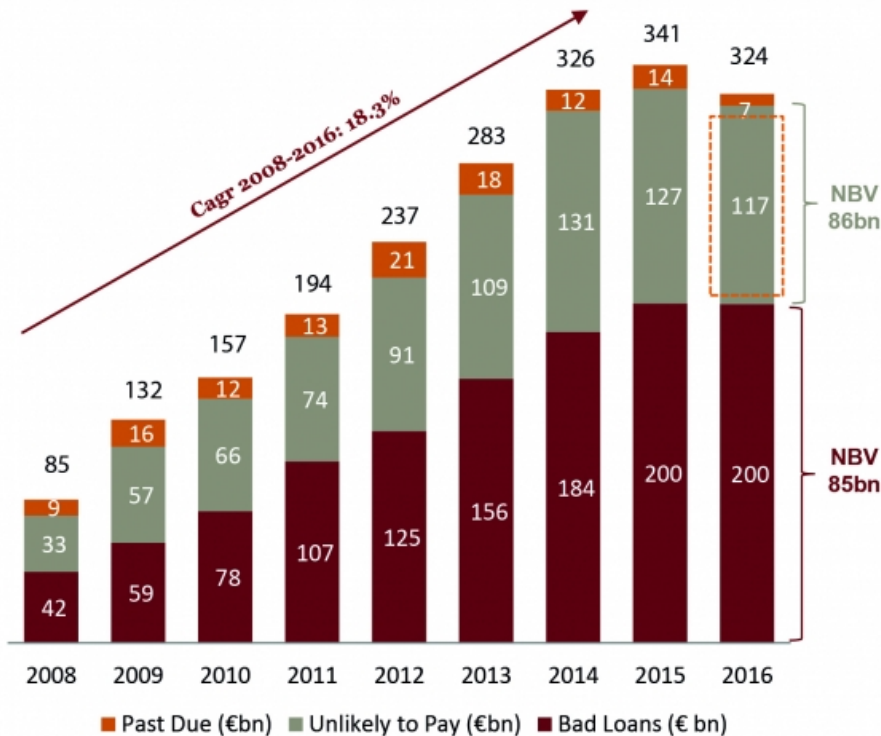
Rétrospective sur la crise bancaire italienne

La survenue de la crise financière et la récession à double creux qui en a résulté ont induit un effondrement de la qualité de crédit, l'endettement excessif et la faible rentabilité des entreprises et des PME italiennes mettant les prêts bancaires en péril. Le volume des créances douteuses a commencé à augmenter, forçant les banques à constater des pertes, à réduire leurs dividendes et à lever des capitaux. Cependant, ce phénomène n'a pas épargné les autres systèmes bancaires européens, notamment ceux d'Europe du Sud. Pourquoi donc la crise bancaire italienne a-t-elle été aussi profonde? La situation en Italie s'est trouvée exacerbée par la structure unique de son système bancaire. Plus de la moitié du secteur est constitué de banques mutualistes ou coopératives qui entretiennent des liens étroits avec les communautés locales dans lesquelles elles opèrent.

Cette relation de proximité avec la clientèle, alliée à un manque de rigueur dans l'analyse de crédit, a conduit à une forte augmentation des émissions de prêts avant la crise financière. Les pertes que ces portefeuilles ont subies par la suite ont été aggravées par une bureaucratie excessive et un système judiciaire déficient qui ont gêné le recouvrement des créances ou la saisie des garanties couvrant ces portefeuilles. Ainsi, la détérioration des portefeuilles de prêts s'est montrée particulièrement prononcée en Italie où le stock de créances douteuses a plus que triplé pour atteindre environ 340 milliards d'euros en 2015.

La crise des créances douteuses a atteint son paroxysme l'an dernier alors que les craintes s'intensifiaient de voir l'accumulation des pertes provoquer une série de faillites de banques comme Monte dei Paschi di Siena (MPS) voire même celle du poids lourd qu'est UniCredit. L'effondrement de la confiance envers le secteur a accru fortement la pression sur la liquidité des banques, les déposants fuyant les établissements les plus fragiles par crainte de perdre eux aussi leur argent si leur banque venait à faire faillite. Alors que plusieurs banques se retrouvaient au bord de l'insolvabilité, les établissements concernés ont vu le cours de leurs actions plonger à des niveaux extrêmement déprimés.

Marché italien des créances douteuses



Source

Source: PWC, «The Italian unlikely to pay market». Données au 31.05.2017

Déceler la bonne opportunité à contre-courant

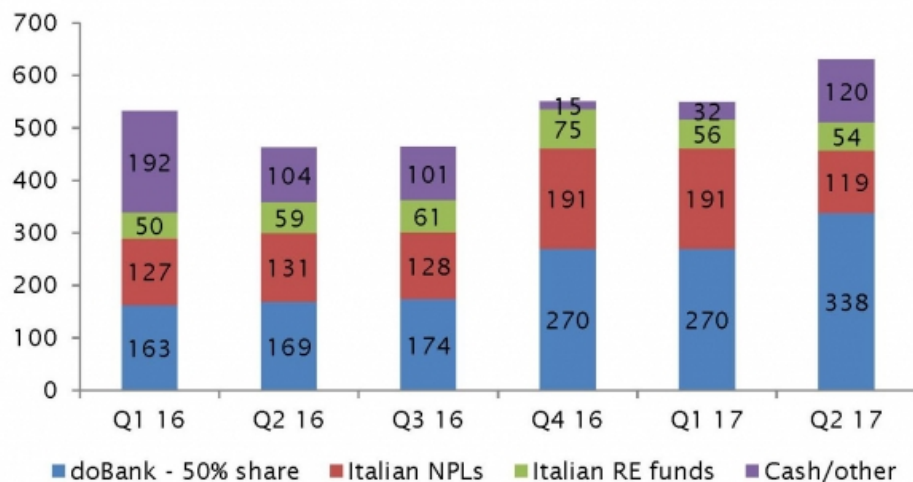
Nous avons senti que cette crise offrait l'opportunité d'investir à contre-courant, mais il était difficile d'évaluer l'ampleur du risque baissier pesant sur les banques. En dépit d'un potentiel de redressement considérable, ces établissements en difficulté ne répondaient pas à nos critères d'investissement et constituaient de possibles «value traps» à nos yeux. Lourd endettement et manque de transparence des bilans, liquidité restreinte, exposition aux risques politiques... Investir dans des banques en difficulté à l'époque semblait aléatoire, avec la possibilité de voir les participations des actionnaires réduites à néant en cas de scénario défavorable. Les investisseurs se focalisaient alors principalement sur MPS et UniCredit, qui présentaient l'une et l'autre des portefeuilles massifs de créances douteuses et se devaient de lever des capitaux. Les équipes des deux établissements concernés cherchaient désespérément à convaincre les investisseurs de leur capacité à redresser la situation. Au final, les actionnaires de MPS ont fait les frais du sauvetage tandis que les actions d'UniCredit se sont redressées. Bien que MPS offrait un meilleur potentiel à l'époque (compte tenu de sa très forte décote), UniCredit proposait au bout du compte le plan d'affaires le plus crédible, avec davantage de leviers à activer et d'actifs à céder.

Nous nous sommes abstenus d'investir dans ces banques, mais avons en revanche identifié des opportunités très intéressantes de jouer le redressement du secteur sans assumer les mêmes risques. Nos analyses de la situation d'UniCredit et de MPS nous ont amenés à réaliser deux de nos placements clés liés au thème de la crise bancaire italienne, à savoir Eurocastle et Anima.

Eurocastle: exploiter l'opportunité offerte par 300 milliards d'euros de créances douteuses

A nos yeux, la crise des créances douteuses en Italie constituait un terrain de chasse idéal pour les spécialistes du rachat de dette et de la gestion de prêts. Un grand nombre de banques cherchaient désespérément à céder leurs créances douteuses, sachant qu'il faudrait par ailleurs obligatoirement gérer et liquider les EUR 300 mrd de prêts non performants d'une manière ou d'une autre. Eurocastle nous a semblé idéalement positionné pour bénéficier de cette opportunité exceptionnelle.

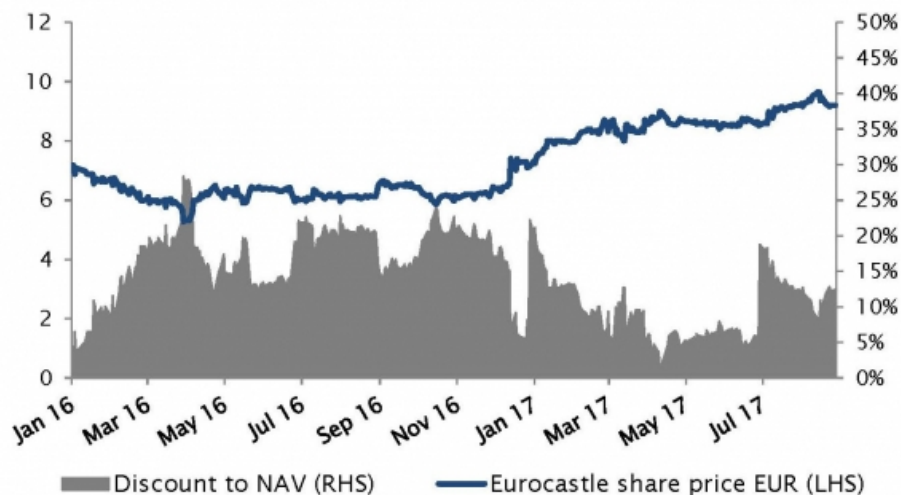
Eurocastle: valeur liquidative



Source

Source: Eurocastle. Données au 31.08.2017

Eurocastle: cours du titre et décote par rapport à la valeur liquidative



Source

Source: Eurocastle, Bloomberg. Données au 31.08.2017

Au moment de la mise en place de notre position au troisième trimestre 2016, environ 40% de la valeur liquidative d'Eurocastle correspondaient à sa participation dans doBank (principal gestionnaire de créances douteuses en Italie), 40% étaient investis dans des prêts italiens non performants et des actifs immobiliers, tandis que le reste se composait de liquidités. Compte tenu du sentiment négatif à l'époque, nous avons commencé à acheter le titre moyennant une décote de 15 à 20% par rapport à la valeur liquidative.

Eurocastle offrait à nos yeux deux opportunités évidentes. En premier lieu, sa participation dans doBank nous semblait considérablement sous-valorisée. doBank est le numéro un de la gestion de créances douteuses sur le marché et gère près de 80 milliards d'euros de prêts non performants pour le compte de clients majeurs comme UniCredit, Intesa et Fortress. Le stock de plus de 300 milliards d'euros de créances douteuses que comporte le marché reste à traiter et nous pensons que les gestionnaires indépendants joueront un rôle essentiel à cet égard. doBank est idéalement positionné pour tirer parti de cette opportunité au cours des années à venir, et cet atout commence à faire sentir ses effets sur sa valorisation. En juin 2016, Eurocastle valorisait sa participation de 50% dans doBank à 169 millions d'euros. En juillet 2017, doBank a été introduite en Bourse, valorisant la participation d'Eurocastle à 350 millions d'euros, et les actions de doBank se sont depuis appréciées d'environ 20%. Nous restons convaincus du potentiel à long terme de doBank et avons par conséquent souscrit directement à son introduction en Bourse.

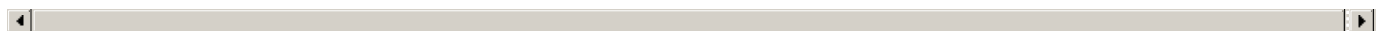
La seconde opportunité concernant Eurocastle est d'investir directement dans les créances douteuses italiennes et dans l'immobilier décoté. Fortress, le gestionnaire d'Eurocastle, investit avec succès dans le marché italien des créances douteuses depuis plusieurs années. La société s'est ainsi dotée d'une solide plateforme pour la valorisation, l'acquisition et la gestion de créances douteuses. Eurocastle (via Fortress) entretient une solide relation avec UniCredit et a largement contribué à l'élaboration de son plan stratégique. L'élément central de ce plan concernait le projet FINO («Failure is not an option»), prévoyant la cession par UniCredit de 17 milliards d'euros de créances douteuses à des organismes de titrisation gérés par Eurocastle/Fortress et par Pimco, au prix moyen de 14 centimes. Les acquéreurs sont parvenus à obtenir un prix très bas comparé aux autres portefeuilles en cours de cession sur le marché. Le raisonnement d'UniCredit reposait sur le fait que la valeur créée par l'obtention d'une plus grande visibilité sur son bilan, et donc d'un moindre coût des capitaux propres, compenserait largement les éventuels cash-flows dont elle se privait en cédant son portefeuille de créances douteuses à un prix bas.

Ce scénario s'est vérifié par la suite, comme en témoigne le fort rebond des actions d'UniCredit depuis l'annonce du plan. Nous estimons qu'Eurocastle a fait une excellente affaire en participant au projet FINO et continuera à bénéficier de cette opération au cours des années à venir. Investir dans Eurocastle nous a permis d'obtenir une exposition au redressement du système bancaire italien tout en nous affranchissant des risques associés à l'investissement direct dans une banque. Qui plus est, l'achat du titre à une décote par rapport à la valeur liquidative nous a permis d'obtenir une marge de sécurité supplémentaire (ou un rendement plus élevé, selon le point de vue adopté).

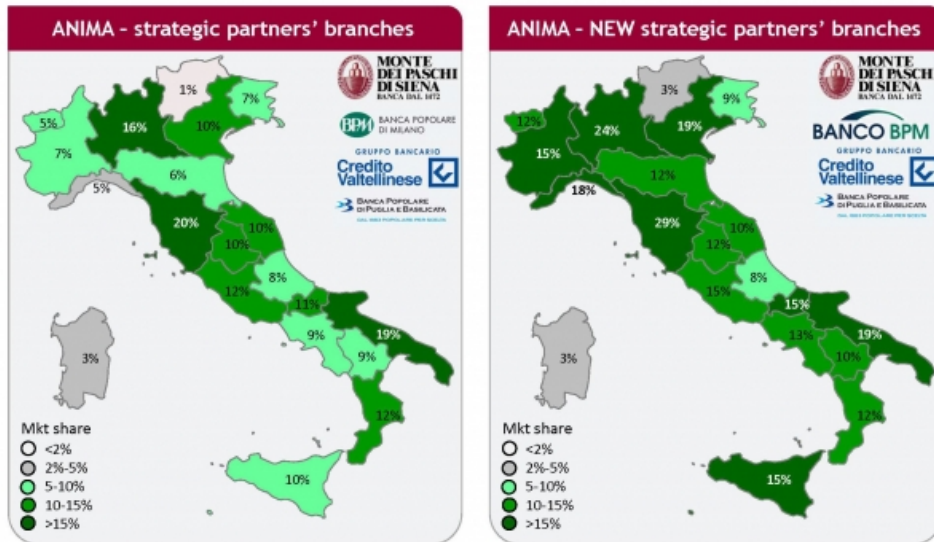
Anima: miser sur MPS sans le risque associé

Anima est la première société de gestion indépendante d'Italie. Sa distribution s'effectue principalement au travers de son réseau de banques partenaires, dont MPS et Banco Popolare Milano (BPM), et via son récent rapprochement avec Poste Italiane. L'opportunité d'acheter le titre est apparue avec la crise vers la fin de l'an dernier. Les actions d'Anima s'étaient effondrées face aux craintes que les actifs sous gestion collectés via MPS et BPM ne soient menacés. Au terme d'une analyse détaillée, nous sommes parvenus à la conclusion que la valorisation du titre intégrait le pire scénario, à savoir la perspective qu'Anima perde la majeure partie des encours issus de ces deux réseaux (environ 35% du total de ses actifs gérés). La réalisation de ce scénario nous est apparue peu probable, même à supposer que MPS fasse faillite et doive être restructurée. Etant en mesure de quantifier le risque baissier, nous avons pu investir plus sereinement dans Anima compte tenu de la perspective favorable liée à la stabilisation de la situation de MPS et BPM. Il s'est avéré qu'Anima a effectivement subi une certaine diminution des encours issus du réseau MPS fin 2016 et début 2017, mais cette tendance a ralenti et les flux sont redevenus positifs à mesure de la résolution progressive de la situation de la banque. Un degré d'incertitude est par ailleurs apparu suite à la fusion entre BPM et Banco Popolare (BP). BP a en effet apporté à l'opération sa propre société de gestion de taille plus modeste, Aletti Gestielle, faisant craindre que BPM ne mette fin à sa relation avec Anima en faveur de sa nouvelle filiale de gestion d'actifs. Cette hypothèse semblait peu probable à l'époque, car un tel scénario aurait été préjudiciable à l'ensemble des parties impliquées. Les événements ultérieurs l'ont confirmé. Le mois dernier, Anima a annoncé le rachat d'Aletti, consolidant ainsi sa relation avec l'entité fusionnée BPM-BP (BAMI) et étendant son réseau de distribution aux succursales de BP. En l'espace de neuf mois, le sentiment vis-à-vis d'Anima est passé de la crainte du pire des scénarios que représenterait la perte de ses principaux distributeurs à l'évaluation des opportunités liées à la perspective de voir la société pénétrer pleinement les gigantesques réseaux de distribution de Poste Italiane, de BAMI et de MPS une fois restructurée. Suite au rachat d'Aletti, Anima va désormais disposer d'un réseau de distribution incomparable en Italie, avec un accès à plus de 4500 succursales concentrées dans certaines des régions les plus riches du pays.

Anima représentait un investissement complexe, car il nécessitait l'analyse des situations particulières de ses banques partenaires. Cependant, Anima remplissait nos critères de qualité et nous avons pu investir au moment où le titre était survenu en raison des craintes entourant ses distributeurs, sachant que le risque négatif nous semblait limité. On ne pouvait en dire autant de ses banques partenaires, comme le cas de MPS l'a démontré au final.



Cartographie du réseau Anima/Aletti



Source

Source: ANIMA, présentation «ANIMA and Banco BPM - Acquisition of Aletti Gestielle SGR» Données au 31.08.2017

Notre style d'investissement à contre-courant dans la pratique

La manière dont nous avons analysé la situation en Italie et les investissements que nous avons effectués illustrent parfaitement notre processus. Notre instinct d'investisseurs à contre-courant nous a rendus conscients de l'opportunité présentée par la crise des créances douteuses, mais notre prédilection pour la qualité nous a détournés de «value traps», tels MPS. Nous avons pris le temps de comprendre l'origine de la crise et notre analyse a orienté notre attention sur les gagnants au sein de ce marché, à savoir les gestionnaires de prêts et les sociétés de gestion. L'analyse de nos cibles, de leurs atouts concurrentiels et de leurs valorisations nous a permis de quantifier le risque baissier, ce qui nous a confortés dans notre décision d'investir. En l'occurrence, notre processus a révélé des opportunités d'investissement parmi des sociétés à petite capitalisation. Cette situation n'est pas inhabituelle. En effet, ces sociétés méconnues du reste des investisseurs sont souvent celles capables de générer l'alpha le plus important. Compte tenu de notre philosophie d'investissement à long terme, nous avons pu investir sereinement dans de telles entreprises au regard du potentiel haussier que nous décelons à l'horizon des prochaines années. Nous restons enthousiastes quant aux perspectives d'Eurocastle et d'Anima.

Disclaimer

Le présent document a été publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, son émission ou son utilisation. Il appartient aux utilisateurs de vérifier si la Loi les autorise à consulter les informations ci-inclues. Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente d'instrument financier quel qu'il soit, ou comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent pas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valorisations de marché, les conditions et les calculs contenus dans le présent document sont des estimations et sont susceptibles de changer sans préavis. Les informations fournies sont réputées fiables. Toutefois, le Groupe Syz ne garantit pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces données. Les performances passées ne sont pas un indicateur des résultats futurs.