

## OPINION

## La veuve et l'orphelin

**P**our de nombreux investisseurs, les actions productrices de dividendes sont des vestiges du passé, alors qu'elles peuvent présenter une opportunité d'investissement particulièrement attrayante.

Par Ignace de COENE \*

### Dividendes : pourquoi s'en préoccuper ?

Bien que les investisseurs les plus prudents restent attirés par les titres à faible risque versant à leurs détenteurs une partie des bénéfices de la société, ces titres ont dans l'ensemble perdu la cote.

Pourtant, durant la majeure partie du XX<sup>e</sup> siècle, la détention d'actions comme AT&T était extrêmement répandue, essentiellement parce qu'elles versaient systématiquement un dividende annuel. Dans la mesure où elles étaient particulièrement appréciées par des investisseurs qui ne pouvaient pas se permettre de prendre des risques excessifs et qui comptaient sur cet argent supplémentaire pour étoffer leur compte bancaire, ces valeurs sûres étaient souvent baptisées par dérision «widow-and-orphan stocks» dans les pays anglosaxons, ou «valeurs pour la veuve de Carpentras» en France.

Aujourd'hui, de nombreux investisseurs pensent que les actions productrices de dividendes sont des vestiges du passé, comme les voitures à cheval ou les téléphones à cadran rotatif. C'est regrettable car ces actions peuvent pré-



senter une opportunité d'investissement particulièrement attrayante. C'est notamment le cas dans le contexte actuel de faible rendement au sein de la plupart des classes d'actifs ; les actions, surtout européennes, se distinguent par leurs rendements du dividende supérieurs à la moyenne historique.

Les dividendes restent importants dans la mesure où, bien évidemment, c'est le rendement total qui devrait focaliser l'attention des investisseurs, qu'il résulte du versement de dividendes ou de l'appréciation des cours. Les dividendes procurent un flux de revenu régulier, versé généralement en espèces au moins une fois par an, indépendamment des fluctuations des cours boursiers. Cet aspect est important car si ces actions sont conservées pendant leur durée de vie,

le flux de dividendes peut constituer à lui seul le retour sur investissement. Parallèlement, certains types d'investisseurs, comme les fonds de pension, ont besoin d'un tel flux régulier afin d'honorer leurs engagements de décaissements.

Plus fondamentalement, il convient de noter qu'un solide engagement en faveur du versement de dividendes contraint l'entreprise à la rigueur et se traduit par une démarche plus sélective en termes de dépenses d'investissement. Pour autant, le versement de dividendes ne doit pas entraver la création de valeur.

Par conséquent, les investisseurs doivent opter pour des entreprises qui adoptent une démarche de type «boucles d'or», autrement dit qui s'engagent à verser un dividende raisonnable, mais pas au détriment de la croissance future. De

même, le versement de dividendes en espèces permet de vérifier les comptes de l'entreprise, et notamment les bénéfices et les flux de trésorerie. À titre de comparaison, les dividendes versés en actions, appelés «scrip», sont à envisager avec davantage de précaution ; ce type d'opérations n'est souvent qu'une augmentation de capital déguisée plutôt qu'un réel versement de dividendes.

L'histoire montre que les rendements des dividendes constituent la majeure partie des rendements boursiers au sein des principaux marchés européens, la croissance des dividendes étant l'autre principal facteur. En effet, un rendement moyen du dividende de 3,5 % sur les actions européennes représente plus de la moitié de la performance des actions à long terme sur des marchés comme l'Allemagne et la France.

En termes de performances, contrairement aux idées reçues, celles des actions productrices de dividendes sont en moyenne et à long terme à peu près conformes à celles de la plupart des indices de référence. En revanche, le choix des titres exige une grande sélectivité : déterminer quelles entreprises seront en mesure de verser des dividendes (et de préférence de les faire croître) au fil du temps peut s'avérer extrêmement difficile. Il est préférable d'opter pour des entreprises résistantes qui ont déjà montré leur capacité à dégager des flux de liquidités disponibles et à les faire croître, et qui affichent une volonté d'en distribuer une partie à leurs actionnaires.

En comparaison, l'acquisition de titres effectuée sur la seule base de leur pal-

marès en termes de rendements élevés du dividende peut être dangereux et mener à ce que les Anglo-saxons appellent le «dividend trap», c'est-à-dire une situation dans laquelle les investisseurs se retrouvent bloqués avec des actions dont le dividende excessif est inévitablement réduit et dont la valeur sous-jacente peut en même temps se déprécier.

Cela nous amène à évoquer les «aristocrates du dividende», ces entreprises qui ne cessent d'accroître leurs dividendes au fil du temps. Aux États-Unis, les entreprises doivent avoir augmenté leurs dividendes pendant 25 années consécutives pour figurer sur cette liste, contre 10 ans en Europe (où la base de départ est plus élevée). Dans les deux régions, ces aristocrates du dividende (qui ont tendance à être des grandes capitalisations de premier ordre et qui sont aussi rares que leur nom l'indique) surperforment historiquement le marché et affichent une plus faible volatilité à long terme.

Bien que tout investissement exige une profonde compréhension et une analyse rigoureuse de la stratégie, du positionnement sur le marché, des moteurs sectoriels et des aspects financiers de l'entreprise concernée, il est indéniable que les actions productrices de dividendes représentent une opportunité qui mérite réflexion, et pas simplement par la veuve ou l'orphelin.

\* Basé à Bruxelles, Ignace de Coene est gestionnaire de fonds en actions chez Puillaetco Dewaay Private Bankers, société du réseau KBL European Private Bankers. Il est également responsable des fonds en actions de la gamme Richelieu Investment Funds, la gamme des fonds maison du Groupe KBL. eph.

## Pourquoi une sélection rigoureuse reste indispensable pour investir dans les marchés émergents

Par Charles ZERAH, gérant de Carmignac

**A**lors que la manne globale de liquidités des banques centrales est sur le point de se tarir, seule une poignée de segments de l'univers obligataire bénéficient de suffisamment de marge de spread pour absorber le choc de la transition vers un monde post-assouplissement quantitatif (QE).

Nous restons convaincus que la dette des marchés émergents (ME) offre des opportunités intéressantes, soutenues par le rebond cyclique au niveau mondial, un environnement positif pour les cours des matières premières et une amélioration indéniable des fondamentaux dans plusieurs pays émergents. Contrairement aux pays développés,

où nous suivons l'inflation dans l'attente d'un rebond, nous adoptons la démarche inverse dans la majorité des pays émergents, où un processus de désinflation (Brésil, Inde, Indonésie, etc.) autorise les banques centrales à baisser leurs taux.

Enfin, nous sommes persuadés que la normalisation progressive de la politique monétaire des banques centrales, si elle est correctement annoncée et comprise, et si elle répond à des impératifs légitimes (réduire le risque de baisse, améliorer la croissance et faire remonter l'inflation), ne devrait pas créer de problème pour les actifs à risque internationaux, étant donné la résilience apparente des ME.

Nous conservons également notre allocation aux obligations souveraines périphériques, principalement italiennes. Elles font partie des quelques actifs dont le réajustement a été suffisant pour refléter

une prime post-QE plus raisonnable. Le rétrécissement des spreads des obligations italiennes par rapport aux obligations allemandes est largement resté en retrait de la compression constatée au sein d'autres classes d'actifs européennes, notamment les actions italiennes et les obligations bancaires subordonnées.

Engendrée par des inquiétudes politiques passagères à notre avis, cette marge de spread servira à absorber la prime de risque de la transition vers un monde post-QE. Néanmoins, en termes de construction de portefeuille globale, nous maintenons notre positionnement prudent à l'égard des marchés obligataires à travers une sensibilité faible et une allocation au crédit réduite.

Malgré un assouplissement à court terme largement dû à des événements politiques, nous restons convaincus que le profil de risque/rende-

ment des positions courtes sur les principaux taux européens (Allemagne, France et Suisse) est orienté à la hausse.

Du côté du crédit, une sélection rigoureuse reste indispensable. Les spreads de crédit sont trop faibles compte tenu de la médiocrité des bilans des entreprises et les prévisions d'un environnement de liquidité global moins attractif. Malgré de récentes prises de bénéfices sur notre portefeuille de crédit, nous conservons nos convictions sur les obligations financières, dans la mesure où les mesures de réduction des risques, de désendettement et de déréglementation des banques engagées depuis plusieurs années participent à la réduction de la décote systémique excessive qui affecte toujours le secteur.

Enfin, du côté des devises, nous avons fortement abaissé notre exposition au dollar, mais nous avons renforcé notre allocation au yen.

## La recherche de rendement dans les marchés émergents est en train de mettre à mal les clauses de sauvegarde

Par Charles de QUINSONAS, deputy fund manager du M&G Emerging Markets Bond Fund

**A**chèteriez-vous une obligation non garantie à 7 ans offrant un rendement de 6%, émise par une compagnie aérienne brésilienne notée B1/B+ (dont c'est la première émission), obligation assortie de clauses de sauvegarde bien inférieures aux normes de protection des investisseurs ? Beaucoup l'ont fait récemment. Peu l'auraient fait il y a un an. Cette année, dans le but de capter des rendements plus élevés, de nombreux investisseurs sur les marchés de dette émergente ont été tentés de descendre toujours plus bas sur l'échelle de la qualité de crédit. Les entrées massives de capitaux dans la classe actifs combinées à la faiblesse actuelle des taux de défaut ont contribué à renforcer cette tendance.

Le marché primaire, en particulier celui des premières émissions, est devenu un segment très recherché. C'est souvent le cas quand les investisseurs identifient des opportunités créées par des anomalies de valorisations leur permettant de capter des primes de spread sur de nouvelles émissions.

La contrepartie de cette forte demande en nouvelles émissions à haut rendement sur les marchés émergents réside dans une réduction de la protection apportée habituellement par les clauses de sauvegarde («covenants»). Les sociétés émettrices, aidées de leurs conseils financiers, ont augmenté leur flexibilité financière en réduisant la protection des investisseurs prévue dans la documentation des instruments obligataires. Pour faire court, la quête de rendement sur les marchés émergents est depuis quelque temps en train de mettre à mal les clauses de sauvegardes des obligations à haut rendement.

J'ai pu constater de nombreux exemples au cours des six derniers mois. Exemple le plus étrange qu'il m'a été donné de voir : un acteur de la santé opérant sur le continent asiatique a émis des obligations perpétuelles non notées assorties d'un droit de remboursement anticipé («call») en cas de changement de contrôle, en lieu et place pas d'un droit de vente accordé aux porteurs («put») ! La société émettrice (et non par le porteur) s'est donc octroyé le droit, mais pas l'obligation, de rembourser ses propres obligations à un prix de 101% dans le cas où elle changerait de propriétaire.

Dans les faits, cela revient à donner à cette société un chèque en blanc pour s'engager dans des opérations de fusion-acquisition sans avoir à refinancer l'actuelle structure de capital. J'ai demandé à nos

gérants européens et américains d'obligations à haut rendement s'ils avaient déjà vu quelque chose de similaire. Eux non plus n'ont jamais rencontré de telles caractéristiques... Puis, nous avons vu arriver sur le marché un certain nombre d'émetteurs notés en milieu de fourchette BB, en particulier en provenance d'Amérique latine. Ces émetteurs ont respecté certaines des normes du marché du haut rendement en matière de clauses de sauvegarde. Ils ont par exemples proposé des restrictions sur le montant de la dette qu'ils sont autorisés à émettre en fonction d'un ratio minimum de couverture des frais fixes (EBITDA/intérêts), ainsi que des restrictions similaires sur des versements tels que des dividendes sur la base du même ratio. Cependant, aucune de ces restrictions ne reposaient sur un ratio d'endettement (dette/EBITDA), ce qui est pourtant la norme du marché.

Enfin, nous avons récemment eu droit à cette compagnie aérienne brésilienne qui a émis avec succès des obligations notées B+/B1. Ces titres sont dépourvus de toutes restrictions, que cela concerne le montant de dette que la société peut émettre ou des dividendes qu'elle verse à ses actionnaires. En l'absence de contrôle exercé par les porteurs de ces obligations non garanties, cela signifie en théorie que la société pourra privilégier ses actionnaires au détriment de son profil de crédit. J'imagine qu'aucune des banques prêteuses n'accepterait des condi-

tions similaires sur de la dette garantie. Je pense que les investisseurs en dette émergente d'entreprises ont tout faux. En période de reprise économique, comme celle que connaissent actuellement les marchés émergents, les entreprises ont tendance à s'engager davantage dans leur flux de dividendes ou dans des projets de transformation (fusion-acquisition, augmentation massive des investissements).

À l'opposé, en période de difficultés économiques, la discipline financière est généralement de mise afin de préserver les flux de trésorerie, les indicateurs de crédit, la confiance des investisseurs et, au final, l'accès aux marchés des capitaux. Ce comportement vise à s'assurer que le refinancement des échéances se fera toujours à un coût acceptable pour les émetteurs. En d'autres termes, les clauses de sauvegarde constituent une protection en cas de difficulté. Elles sont selon moi d'autant plus vitales que les spreads des obligations d'entreprises sont serrés.

Dans le contexte actuel du marché, les capitaux à la recherche d'un surcroît de rendement sont agnostiques vis-à-vis des risques d'une éventuelle récession. Cette médiocre sélection de titres est de nature à fragiliser les performances dans un scénario de correction. Parallèlement, les investisseurs qui en période favorable ont procédé à des choix à la fois prudents et sélectifs en matière de crédit devraient être mieux armés pour affronter la tempête.