



Obligations « Value »

Titres

- Reprise économique
- Le taux de défaillance devrait diminuer
- La chasse au rendement se poursuit
- Augmenter la valeur grâce aux clauses relatives au changement de contrôle
- Dette subordonnée des banques européennes
- Performance escomptée en 2010

Reprise économique

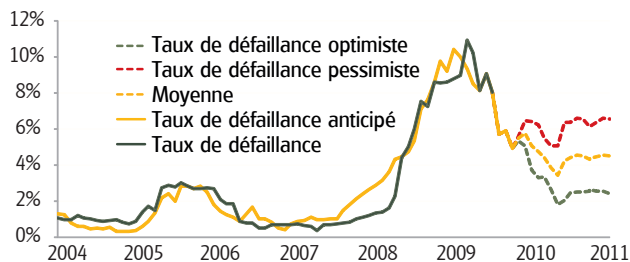
L'économie mondiale se redresse, mais très lentement. L'impact psychologique provoqué par la chute des prix de l'immobilier et la hausse du chômage se traduit par un ralentissement de la consommation. Au lieu de dépenser, les ménages s'efforcent de réduire leur endettement, une tendance fortement appréciée par les banques.

Mais à quelque chose malheur est bon ! La lenteur du redressement économique a incité les sociétés à optimiser leur outil de production et à réduire leur endettement. Ces mesures diminuent substantiellement le risque de crédit des obligations d'entreprises – une tendance qui devrait selon nous se poursuivre !

Le taux de défaillance devrait diminuer

Au cours des derniers mois de 2009, nous avons enregistré une chute très marquée du nombre de défaillances d'entreprises, un repli soudain, étroitement lié à la capacité des sociétés à refinancer leur dette existante sur un marché du crédit très liquide.

Au cours du premier trimestre 2010, l'équipe Value Bonds s'est consacrée à l'élaboration de son propre modèle de prévision du taux de défaillance à un an. Ce modèle lui permet, avec un niveau de précision élevé, de prévoir le taux de défaillance probable douze mois à l'avance en suivant seulement quatre données économiques clés américaines. Nous pouvons dès lors analyser les scénarios futurs propres au marché du crédit et aux risques potentiels y afférents.



Source : JP Morgan, Sparinvest Value Bonds

Tout d'abord, le graphique montre que notre taux de défaillance anticipé s'est presque aligné sur le taux de défaillance effectif au cours des cinq dernières années. Dans ce cas précis, nous n'avons utilisé que quatre données économiques clés pour prévoir quatre mois à l'avance le taux de défaillance à venir.

De plus, notre modèle sert à anticiper le taux de défaillance 2010 sur la base de trois scénarii macroéconomiques présumés. Il indique un taux de défaillance compris entre 2,5% dans une hypothèse optimiste et 6,3% en appliquant un scénario pessimiste. Si l'on en croit le scénario de risque moyen, le taux de défaillance devrait tomber de son niveau actuel de 7,4% à 4,4% d'ici à la fin 2010.

La chasse au rendement se poursuit

Le potentiel de performance des obligations d'entreprises demeure impressionnant. Malgré les résultats historiquement élevés enregistrés en 2009, nous anticipons toujours une contraction supplémentaire des spreads de crédit grâce à la multitude de mesures favorables au crédit actuellement adoptées et à la quête continue de rendement par les investisseurs.

Les obligations d'entreprises constituent une catégorie d'actifs intéressante du fait de leurs coupons à taux fixe élevés et du traitement préférentiel dont bénéficient les détenteurs d'obligations par rapport aux actionnaires en cas de défaillance. Ces caractéristiques expliquent également les performances attrayantes réalisées grâce aux obligations d'entreprises au cours des vingt dernières années. En moyenne, les investisseurs récupèrent 40% de la valeur nominale d'une obligation d'entreprise après la liquidation de la société. En tant qu'investisseur « value », nous cherchons à minimiser toute perte potentielle en cas de défaillance en examinant avec soin les actifs de la société tels que les matières premières, les stocks et les biens immobiliers.

Au cours des trois dernières années, les investisseurs dans le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds ont enregistré une performance annuelle moyenne supérieure à 6%. Et ce malgré la crise du crédit la plus grave depuis 100 ans !

Augmenter la valeur grâce aux clauses relatives au changement de contrôle

Un document (prospectus) décrit de manière détaillée chaque obligation d'entreprise émise. Il expose non seulement notre position, en tant que créancier, par rapport aux autres parties prenantes en cas de défaillance, mais inclut également des clauses qui limitent strictement la marge de manœuvre des dirigeants dans les opérations quotidiennes de l'entreprise. Le niveau de restrictions imposé aux dirigeants varie énormément d'une obligation à l'autre. Certaines clauses peuvent néanmoins avoir un impact prononcé sur la performance future du cours de l'obligation.

En tant qu'investisseurs « value », nous considérons qu'un examen de la documentation relative aux obligations fait partie intégrante de notre stratégie d'investissement. Nous favorisons les obligations qui serrent la bride aux dirigeants et les forcent à prendre des décisions opérationnelles favorables aux créanciers. Par exemple, un certain nombre de nos obligations imposent des restrictions à la distribution de dividendes sous forme d'actions et au rachat d'actions, deux opérations susceptibles de nuire au cours des obligations car elles diminuent les liquidités « tampons » de la société et augmentent dès lors le risque de crédit.

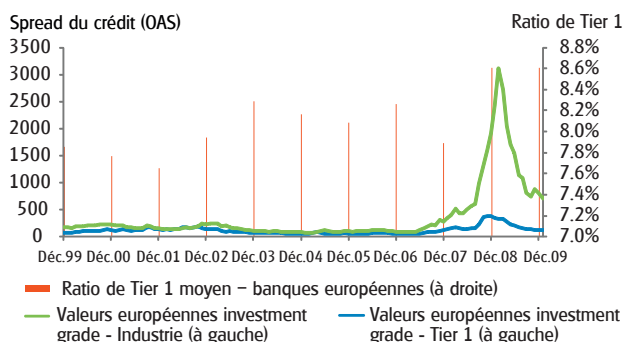
La clause relative au changement de contrôle constitue aussi un élément très important du prospectus d'une obligation. En cas de fusion ou d'acquisition, elle permet aux investisseurs de revendre les obligations à la société à un prix de 101. Cette opportunité est particulièrement intéressante dans le cas des rachats d'entreprises avec effet de levier (ou LBO) où des fonds de private equity financent la reprise de la société en augmentant le poids de sa dette. Le risque de LBO est un parfait exemple de destruction de la valeur pour les détenteurs d'obligations. L'augmentation du poids de la dette entraîne naturellement une chute du cours des obligations.

Depuis la crise économique et le début de l'effondrement des marchés financiers, nous n'avons pratiquement pas constaté de rachats d'entreprises. Nous tablons cependant sur une reprise de l'activité de LBO à mesure

que les fonds de private equity disposent de plus en plus de liquidités disponibles à des fins de nouveaux investissements. En tant qu'investisseurs « value », nous considérons la clause relative au changement de contrôle comme une composante fondamentale du prospectus de l'obligation, surtout pour les sociétés les plus exposées au risque de LBO. En effet, les sociétés « value » assorties d'un ratio cours / valeur comptable faible, d'actifs de qualité et d'un bilan sain constituent, de manière générale, des cibles intéressantes pour les LBO. Le fonds Sparinvest Value Bonds tente de transformer le risque de LBO en une opportunité d'investissement positive en contrôlant les clauses relatives au changement de contrôle, parmi d'autres dispositifs de sécurité.

Dette subordonnée des banques européennes

Au début de l'année 2009, l'équipe Value Bonds a décidé de se concentrer sur la dette émise par les plus grandes banques européennes, entre autres Fortis Bank. À l'image de la plupart des autres grands établissements européens, Fortis Bank a rencontré des problèmes de liquidités en 2008. Le gouvernement belge l'a soutenue en prenant le contrôle direct d'une grande partie de la banque, le reste ayant été repris par BNP Paribas, l'une des banques européennes les plus solides. Outre une participation directe dans les banques les plus affectées, un certain nombre d'États ont adopté des plans de relance.



Source : BofA Merrill Lynch & Barclays Capital

Le graphique indique que les fonds propres des plus grandes banques européennes sont en bien meilleure situation aujourd'hui (ratio de Tier 1 croissant) qu'au cours des années précédentes (voir les colonnes rouges sur le côté droit du graphique). Les spreads de crédit des obligations subordonnées demeurent historiquement élevés malgré la tendance marquée vers une diminution du risque constatée parmi les plus grandes banques européennes. Nous trouvons toujours les cours des

obligations subordonnées intéressants et anticipons une nouvelle contraction des spreads en 2010. Nous avons néanmoins pris des bénéfices sur certains de nos investissements initiaux.

Performance escomptée en 2010

Nous considérons le chemin à parcourir jusqu'en 2011 avec optimisme. Les sociétés devraient augmenter leurs bénéfices pendant les mois restants de l'année 2010 grâce à un outil de production plus efficace et à la croissance de l'économie mondiale. La rentabilité des entreprises s'améliore substantiellement et le poids de la dette diminue. Nous pensons que les initiatives fondamentales continueront de profiter aux investisseurs en obligations d'entreprises. Au cours du premier trimestre 2010, l'équipe chargée de la gestion des investissements du fonds Sparinvest High Yield Value Bonds a procédé à une sélection minutieuse (« cherry-picking ») de nouvelles obligations d'entreprises et/ou d'obligations moins prisées émises par des sociétés saines et bien gérées. Le fonds présente un coupon moyen supérieur à 8% pour un cours obligataire moyen de 85 et un rendement effectif de 11%.

Klaus Blaabjerg

Lead Portfolio Manager

Le 12 avril 2010

Equipe Obligations « Value » de Sparinvest



Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager



Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager



Toke Hjortshøj
Analyst



Anne Margrethe Tingleff
Analyst

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit Luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantes de résultats futurs. Le capital investi n'est pas garanti. Une transaction comportant des opérations de change peut être sujette à des fluctuations du taux de change qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. Les investissements effectués sur les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise du compartiment, sans tenir compte des droits d'entrée ou de rachat. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.