

# La stratégie des obligations « value » de Sparinvest s'avère gagnante

Fin 2006, la société de gestion danoise Sparinvest a introduit un concept d'investissement tout nouveau en Europe avec son fonds Sparinvest High Yield Value Bonds. Ce fonds, qui cherche à dégager des rendements supérieurs en investissant dans des sociétés petites et moyennes sous-évaluées, a-t-il obtenu la surperformance qui avait été prédite par la recherche théorique ?

La pub et éditorial sont apparues en mars 2010 dans le magazine « European Pension » sous le titre « High Yield gains respect ».

Le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds offre une approche unique en matière de haut rendement. Cette approche est fondée sur des preuves théoriques montrant que les investisseurs peuvent tabler sur des résultats à long terme supérieurs s'ils prêtent leur argent à des sociétés plus petites et sous-évaluées par le marché, plutôt qu'à des sociétés plus grandes qui payent un rendement supérieur en contrepartie d'une moindre qualité de crédit.

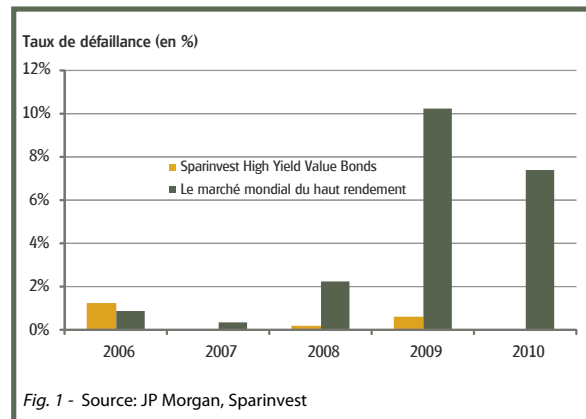
Le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds, grâce à son processus de sélection bottom up très minutieux s'est bien tenu par rapport aux fonds obligataires comparables, tant en matière de valorisation des cours des obligations sous-jacentes qu'en termes d'historique de taux de défaut (cf. tableau présenté ci-dessous). En 2009, le fonds a dégagé un rendement de 80,21%, contre 60,4 % pour l'indice Merrill Lynch Global High Yield.

Morningstar a attribué récemment une notation quatre étoiles à la part institutionnelle du fonds sur la base de ses performances sur trois ans. L'équipe de gestion du fonds est fermement résolue à obtenir une notation cinq étoiles à l'occasion du cinquième anniversaire du fonds.

Selon Sparinvest, l'obligation « value » idéale est émise par une société de plus petite taille qui possède un bilan solide, une bonne couverture de sa dette par ses actifs et un faible ratio endettement net / fonds propres. Les statistiques clés du portefeuille indiquent que le taux d'endettement moyen des sociétés en portefeuille représente moins d'un tiers de celui des sociétés composant l'indice de référence, ce qui conforte la solvabilité des émetteurs et indique que les obligations ont toutes les chances d'être remboursées aux investisseurs.

Le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds présente une autre caractéristique intéressante en privilégiant les sociétés bon marché (mesurées au moyen du ratio Price to Book) dont les obligations peuvent tirer profit. Pour quelle raison ? Parce que les sociétés sous-évaluées par le marché constituent souvent des cibles d'OPA attractives et que de tels cas de figure peuvent conduire à une évolution favorable des cours des obligations notamment s'il existe des covenants appropriés (option de remboursement au dessus du pair) en cas de changement de propriétaire, situation qui est bien entendu bénéfique aux les porteurs.

L'équipe de gestion du fonds Sparinvest High Yield Value Bonds dispose d'une personne entièrement dédiée à l'analyse



	Fonds	Indice de réf.
Duration	3,5	4,04
Rendement	11,7%	9,2%
Notation moyenne	BB-	B+
Capitalisation boursière (Mds USD)	8,175*	7,222
Ratio endettement net/fonds propres	93,12	301,91
Ratio cours / valeur comptable	1,09	3,21
Couverture des intérêts	3,36	4,69

\* La capitalisation boursière du fonds est habituellement inférieure à celle de l'indice de référence, mais elle a récemment été accrue en raison d'une exposition à certaines sociétés de grande capitalisation dotées d'obligations « value » attractives et d'un faible risque de défaillance. Ces obligations présentent également l'avantage d'améliorer la liquidité du portefeuille.

Fig. 2

préalable des prospectus d'émission et des covenants s'appliquant aux obligations en cas de changement de contrôle.

Sont également disponibles auprès de Sparinvest les fonds :  
 ■ Sparinvest Ethical High Yield Value Bonds  
 ■ Sparinvest Investment Grade Value Bonds

Les informations relatives au fonds Sparinvest High Yield Value Bonds sont disponibles sur le site [www.sparinvest.eu](http://www.sparinvest.eu).



# Le haut rendement gagne en respectabilité en Europe

*En 2009, une classe d'actifs a particulièrement retenu l'attention. En effet, non seulement les obligations à haut rendement internationales ont surperformé par rapport aux actions, mais l'ensemble du marché de cette classe d'actifs a gagné en importance et en influence, particulièrement en Europe.*

*L'article a été publié en mars 2010 dans le magazine « European Pension » sous le titre « High Yield gains respect ».*

A bien des égards, 2009 a été une année charnière pour le haut rendement. Selon Bloomberg, en 2009 les émissions d'obligations d'entreprises dans le monde entier ont progressé de 31%, à 3 040 milliards de dollars US, tandis que les émissions de titres à haut rendement se sont envolées de 181% pour atteindre 207 milliards de dollars US. Evidemment, la majeure partie (75 % environ) de cette activité s'est déroulée aux Etats-Unis où le haut rendement est à la fois un marché mature et une classe d'actifs très appréciée. Mais en 2009, le marché du haut rendement a également gagné du terrain en Europe. Au cours d'une année où les banques – après la crise financière – se sont totalement polarisées sur le redressement de leur bilan, leur activité de prêts aux entreprises a été réduite à sa plus simple expression. Les sociétés européennes à la recherche d'une alternative de financement fiable l'ont trouvée sur les marchés primaires du crédit où elles ont été en mesure de lever des fonds par la voie d'émissions obligataires. Ainsi, le marché européen de la dette des entreprises a assis sa réputation de moteur de la croissance économique, en contribuant au redressement des marchés financiers au sens large par la mise à disposition des sociétés des fonds nécessaires pour sortir de la récession et passer en phase d'expansion.

Aux Etats-Unis, le haut rendement se voit accorder sa propre allocation en tant que composante essentielle d'un portefeuille de placements judicieusement équilibré. En Europe, la majorité des investisseurs considéraient, jusqu'à une date récente, ce segment comme un créneau des marchés de la dette, qu'ils assimilaient avec dédain (et souvent par erreur) aux « junk bonds » ou obligations « pourries ». Dorénavant, avec l'émission probable de 50 milliards d'euros de nouveaux titres à haut rendement en Europe en 2010 et compte tenu que les émetteurs sont conscients de la nécessité de créer des obligations offrant des bonnes conditions à leurs créanciers, le haut rendement est en évolution rapide

et en voie d'amélioration. Il est donc grand temps de le considérer comme une classe d'actifs à part entière.

## **Pas de rendement sans risque**

Dans la catégorie spéculative de l'éventail des obligations d'entreprises, les rendements sont plus élevés en raison d'un risque de défaillance supérieur. Début 2009, au moment où le marché du crédit et le marché actions étaient tous deux en chute libre, la prime de crédit du haut rendement était énorme. Le marché intégrait effectivement dans les cours un niveau de risque de défaillance potentiellement désastreux. Mais cette prudence était excessive. En effet, même les obligations émises par des sociétés dotées d'un bilan solide et ayant toujours respecté leur échéanciers de remboursement étaient valorisées comme si elles étaient presque assurées de faire défaut. Mais l'envers de ce scénario de risque était que les investisseurs qui étaient prêts à acheter des obligations à haut rendement moyennant une prime de risque extrêmement élevée risquaient éventuellement d'en tirer des gains sans précédent, à condition que le monde ne s'arrête pas de tourner et que les entreprises soient en mesure de poursuivre leurs activités et de les rembourser. A mesure que l'année a avancé, le risque de défaillance s'est atténué et les investisseurs ayant misé sur le haut rendement ont été, en effet, très bien récompensés. L'indice Merrill Lynch Global High Yield a affiché une progression colossale de 60,4%, sans commune mesure avec celle des actions internationales. L'indice MSCI World a, pour sa part, progressé de 25,9% en 2009. Mais, bien évidemment, pour les gérants de fonds de pension, « une hirondelle ne fait pas le printemps ». Il est donc intéressant d'analyser la performance du haut rendement sur les dix dernières années.

## Un profil de risque / rendement attractif



Source: Les indices BofA Merrill Lynch sont couverts en EUR [Dix ans au 31 décembre 2009]

Le graphique montre que les rendements des obligations High Yield ont été largement supérieurs à ceux des actions. Toutefois, il est essentiel de noter que ces rendements ont été obtenus au prix d'un risque inférieur à celui accompagnant les investissements en actions. Ce constat n'est guère surprenant lorsque l'on considère que les porteurs d'obligations sont des investisseurs prioritaires. Les sociétés émettrices d'obligations s'engagent normalement à placer le remboursement de leurs créanciers en tête de leurs priorités, devant les intérêts des actionnaires.

Mais ce profil de risque / rendement attractif n'est qu'un des arguments en faveur des titres à haut rendement. En effet, il existe un autre argument qui réside dans la faible corrélation entre cette classe d'actifs et d'autres composantes de base des fonds de pension.

## Faible corrélation = avantages liés à la diversification et efficacité du portefeuille supérieure

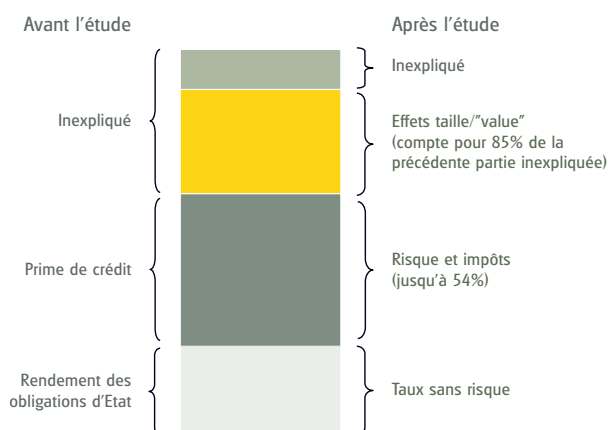
Classe d'actifs	Corrélation avec le haut rendement
<b>Emprunts d'Etat</b> Indice JP Morgan Global Govt Bonds	<b>-0,18</b>
<b>Emprunts des marchés émergents</b> Indice JP Morgan EMBI Global Diversified	<b>0,73</b>
<b>Catégorie investissement (« investment grade ») – monde</b> Indice Merrill Lynch Global Investment Grade	<b>0,55</b>
<b>Immobilier</b> EPRA 45 % Amérique du Nord + 40 % UE +15 % Asie	<b>0,69</b>
<b>Actions</b> Indice MSCI World	<b>0,54</b>

Source : Chiffres Sparinvest calculés du 31/12/1999 au 28/02/2010.

## Analyse de la prime de crédit

Afin de bien comprendre comment les obligations High Yield produisent leurs rendements, il est indispensable de bien comprendre le risque qui accompagne cette classe d'actifs. De tout temps, les rendements plus élevés versés par les obligations d'entreprises par rapport aux emprunts d'Etat ont été considérés comme une rémunération nécessaire pour les investisseurs et ce, à double titre. Premièrement, les revenus des obligations d'entreprises sont imposables alors que les emprunts d'Etat ne sont pas assujettis à l'impôt. Deuxièmement, une obligation d'entreprise ne peut bénéficier d'une notation supérieure à celle du pays dans lequel elle est émise car la société est plus susceptible d'une défaillance sur ses dettes que le pays lui-même. La fiscalité et le risque de défaillance étaient donc acceptés et reconnus comme étant l'explication logique de la « prime de crédit » offerte par les obligations d'entreprises.

En 2001, les professeurs Elton et Gruber ont entrepris une étude, dont l'objet était de vérifier si d'autres facteurs de risque pouvaient expliquer l'écart entre les rendements des obligations d'entreprises et ceux des emprunts d'Etat. Ils ont découvert que la fiscalité et le risque de défaillance ne représentaient qu'un peu plus de la moitié de la prime de crédit. Le reste de cet écart de taux était imputable à d'autres facteurs, jusqu'alors non-identifiés, comme l'illustre le graphique suivant :



Les recherches menées par Elton et Gruber ont permis d'établir qu'une part importante de la composante jusqu'alors inconnue de cet écart de taux était imputable aux mêmes facteurs que ceux identifiés par Fama et French comme étant à l'origine des rendements excédentaires (« excess return ») sur les marchés actions, en l'occurrence la taille et le caractère value.

Vu que les porteurs d'obligations et d'actions prêtent en fait leur argent à une société, on s'attendrait à ce que les mêmes effets (effet taille et effet value) se manifestent

sur les deux marchés. A l'instar des investisseurs en actions, les porteurs d'obligations devraient également être rémunérés pour les risques, perçus comme supérieurs, liés au fait qu'ils accordent des prêts à de petites sociétés sous-évaluées. Mais les obligations émises par de telles sociétés sont-elles vraiment plus risquées ? Les petites sociétés sont souvent pénalisées sur le marché du crédit du simple fait de leur taille, sans égard pour leurs résultats financiers. Ces sociétés offrent des rendements très attractifs, souvent parce que leur risque de défaillance a été surestimé (ou n'a pas fait l'objet de recherches suffisantes) par le marché par rapport aux atouts fondamentaux que recèlent leurs bilans. Il est vrai que l'achat d'obligations de sociétés de moindre taille s'accompagne parfois d'un risque de liquidité, mais celui-ci ne devrait pas décourager l'investisseur à long terme.

Quant aux sociétés sous-évaluées, une part du risque supplémentaire qu'elles comportent pour les porteurs de leurs obligations tient à l'activité soutenue de fusions-acquisitions dans le secteur « value ». Le crédit a été décrit comme un « produit binaire », qui ne compte que

deux issues possibles : la défaillance ou le remboursement. Mais la possibilité d'une reprise par acquisition (ou rachat) devrait faire l'objet de recherches au moment de l'achat. Il est en effet extrêmement important de s'assurer que l'obligation offre des garanties de remboursement en cas de changement de propriétaire. Si les obligations sont assorties d'engagements contractuels appropriés offrant une protection à leurs porteurs, un rachat ou une fusion peuvent avoir un effet très positif dans le cas où elles offrent un remboursement à la valeur nominale ou la possibilité que les obligations se voient accorder une notation supérieure si l'acquéreur peut offrir à la société cible une solidité financière supérieure.

Les analystes conviennent que dans un contexte de demande soutenue de la part d'investisseurs à l'affût de rendements, il est probable que le secteur du haut rendement continue d'être vigoureux en 2010 et offre des rendements à deux chiffres. Contrairement aux actions et aux obligations « investment grade », les obligations à haut rendement ont tendance à afficher de bonnes performances au moment des premiers relèvements de taux après une récession, à mesure que l'économie s'améliore et que l'inflation atténue la dette.

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.