

## Stratégie

## Obligations « Value »

### Les bases universitaires

Fama & French

En introduisant le concept de fonds investis en obligations « value » sur le marché obligataire, Sparinvest a été fortement influencée par les universitaires suivants auxquels nous souhaitons exprimer notre gratitude :

Fama et French, qui ont découvert l'effet rémunération du risque par l'effet taille/value sur les marchés boursiers. Eugene Fama et Kenneth French ont établi un graphe des performances du marché boursier américain pendant les trois décennies de 1964 à 1995 en se basant sur un modèle qui classe les actions en fonction de leur taille et de leur ratio cours/valeur comptable. Les résultats ont montré qu'au-delà du bêta, il existait deux autres facteurs susceptibles de doper la performance d'un investissement, à savoir la taille et le caractère value d'une société. Les sociétés petites et sous-évaluées offraient aux investisseurs une prime de compensation du risque supérieure.

Edwin J Elton et  
Martin J Gruber

Edwin J Elton et Martin J Gruber, qui ont découvert que les facteurs Fama et French s'appliquaient aussi au marché des obligations d'entreprises. En 2001, Elton et Gruber, des professeurs « Nomura » de finance à la New York University, ont analysé l'écart entre les taux des obligations d'entreprises et celui des emprunts d'Etat. Ils ont conclu que le rendement supplémentaire des obligations d'entreprises par rapport aux emprunts d'Etat n'était pas uniquement attribuable à la compensation au titre des impôts et du risque de défaillance, comme on le pensait auparavant. Une partie significative de la prime de crédit peut être considérée comme une rétribution du risque pour les investisseurs exposés au risque systématique d'investissement dans des sociétés petites et sous-évaluées. ■

**Obligations d'entreprises = risques supérieurs, performances supérieures**

Historiquement, les performances supérieures des obligations d'entreprises par rapport aux emprunts d'Etat ont toujours été considérées comme une compensation nécessaire pour les investisseurs, pour deux raisons :

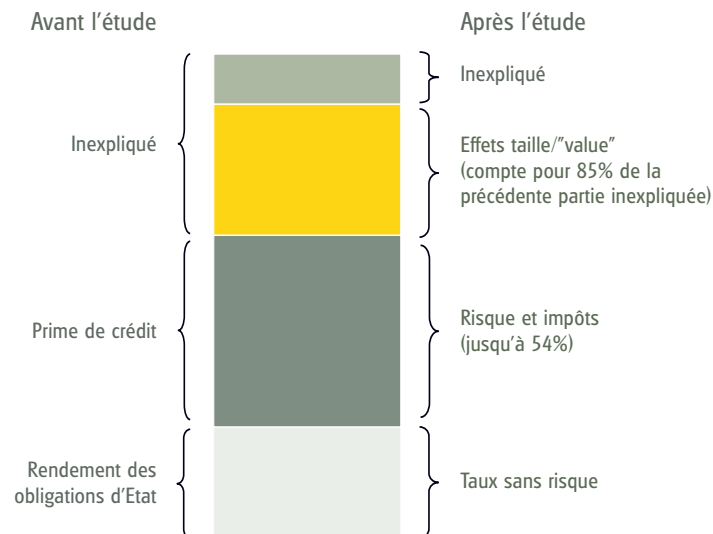
- le revenu des obligations d'entreprises est imposable, tandis que celui des emprunts d'Etat ne l'est pas,
- une obligation d'entreprise ne peut avoir une note supérieure à celle de son pays d'origine car la société est un emprunteur moins sûr que la nation.

Les impôts et le risque de défaillance ont toujours été acceptés comme explication logique de la « prime de crédit » liée aux obligations d'entreprises.

En 2001, les professeurs Elton, Gruber entre autres ont mené une étude dont l'objectif était de déterminer si d'autres facteurs de risque pouvaient permettre de mieux expliquer l'écart entre les rendements des obligations d'entreprises et celui des emprunts d'Etat. Ils ont découvert que les impôts et le risque de défaillance n'expliquaient qu'un peu plus de la moitié de la prime de crédit. Le reste de l'écart était attribuable à d'autres facteurs qui n'avaient pas encore été mis en évidence.

## La stratégie Obligations « Value »

### La répartition de Elton & Gruber du rendement total



Source: Elton, Gruber et al (2001)

Les recherches d'Elton et Gruber ont mis en évidence qu'une grande partie de la composante passée sous silence jusqu'à ce jour, concernant l'écart de crédit, était également attribuable aux facteurs identifiés par Fama et French comme les marqueurs des rendements excédentaires du marché boursier que sont la taille et le caractère « value ».

Etant donné qu'aussi bien les détenteurs d'obligations que d'actions prêtent leur argent à une société, on peut s'attendre à ce que les mêmes effets de compensation du risque par la taille/valeur existent sur les deux marchés. Pourquoi les détenteurs d'obligations ne devraient-ils pas être eux aussi rémunérés pour les risques potentiels accrus liés à l'octroi de prêts à des sociétés petites et sous-évaluées ?

Pour le Comité d'investissement de Sparinvest, ces recherches ont soulevé une question intéressante. Serait-il possible d'appliquer la philosophie d'investissement « value » à la gestion d'un fonds en obligations d'entreprises et de réaliser des rendements supérieurs en exploitant les facteurs liés à la taille et au caractère « value » ? ■

Chez Sparinvest, notre philosophie d'investissement repose sur une approche conservatrice de baisse avant d'effectuer tout investissement. Les travaux de recherche d'Elton et Gruber nous ont montré qu'un portefeuille d'obligations d'entreprises, qui a été filtré pour identifier les risques liés aux petites sociétés sous-évaluées, pouvait dégager de meilleures performances pour un même budget risque d'un investisseur.

Chez Sparinvest, l'association unique

- d'un savoir-faire de longue date sur le marché obligataire,
- d'une expérience de plus de dix ans lui ayant permis de devenir l'un des spécialistes de l'investissement « value » les plus prospères d'Europe,
- d'une approche du développement de produits fondée sur la recherche universitaire,

nous a permis de bénéficier d'une position idéale pour tester la théorie.

Nos analystes quantitatifs ont testé a posteriori les éléments « nouvellement découverts » de la prime du crédit afin d'évaluer l'effet des filtres « value » sur le marché des obligations d'entreprises. Ils ont commencé par le secteur des valeurs à rendement

### Le filtrage « value » des composantes de la prime de crédit

## La stratégie Obligations « Value »

### Les trois filtres « value »

élevé, pour lequel ils tablaient sur des résultats plus marqués. Les conclusions de trois tests de filtrage distincts se sont révélées très encourageantes. ■

#### Cours/valeur comptable

Ce test doit être appliqué avec prudence au marché obligataire. De nombreuses sociétés voient leurs actions s'échanger à bas prix, mais elles peuvent aussi présenter un endettement trop élevé. L'idéal serait que la société possède un « coussin de fonds propres » lui permettant d'absorber plus de dettes si nécessaire sans faire faillite. L'association du test C/VC au test EN/FP permet de renforcer le portefeuille et d'éviter les obligations de mauvaise qualité.

Résultat = le filtrage C/VC offre un meilleur rendement mais une volatilité nettement accrue.

#### Capitalisation boursière

C'est le test qui a convaincu Sparinvest que l'approche « value » pouvait doper les performances du marché obligataire. Il est logique que les petites sociétés réalisent des performances plus élevées. Les agences de notation de crédit préfèrent les grandes entreprises et pénalisent souvent les petites pour des raisons purement liées à leur taille, quelle que soit la robustesse de leur bilan. Les sociétés assorties de notes de crédit inférieures doivent payer des taux supérieurs lorsqu'elles veulent emprunter.

Résultat = le filtrage par taille offre un rendement nettement meilleur et une volatilité légèrement accrue.

#### Endettement net/fonds propres

Ce test, utilisé pour mesurer l'endettement d'une société, est fortement corrélé avec le risque de défaillance. Plus l'effet de levier d'une société est élevé (ratio endettement net/fonds propres), plus elle risque de ne pas pouvoir rembourser sa dette.

Benjamin Graham, le père fondateur de l'investissement « value » utilisait ce test dans ses calculs de la « marge de sécurité » pour mesurer le risque baissier d'un investissement. S'agissant des obligations, il a déclaré :

*« Nous sommes convaincus que la marge substantielle de valeur d'entreprise en activité par rapport à la dette financée est importante, voire vitale à la solidité d'un investissement (obligataire) à taux fixe. »*

Un investisseur obligataire appliquant des principes prudents d'investissement « value » cherchera donc un effet de levier et un ratio prêt/valeur faibles car ces paramètres indiquent que la société sera à même de rembourser sa dette chaque année. Il examinera en outre le taux de recouvrement attendu en cas de défaillance.

Résultat = le filtrage EN/FP offre un meilleur rendement et une volatilité similaire. ■

### Analyse du marché « investment grade »

Fermement convaincue qu'un portefeuille obligataire optimal comprend un mélange d'obligations de qualité « investment grade » et à haut rendement, Sparinvest a réalisé un test a posteriori visant à appliquer les trois mêmes filtres « value » simultanément au marché « investment grade ».

Résultat = Les filtres « value » permettent d'obtenir un rendement accru avec une volatilité similaire, ce qui se traduit par un meilleur ratio Sharpe pour le concept « value » appliqué aux titres « investment grade ».

## La stratégie Obligations « Value »

### L'investissement très prudent en obligations d'entreprises

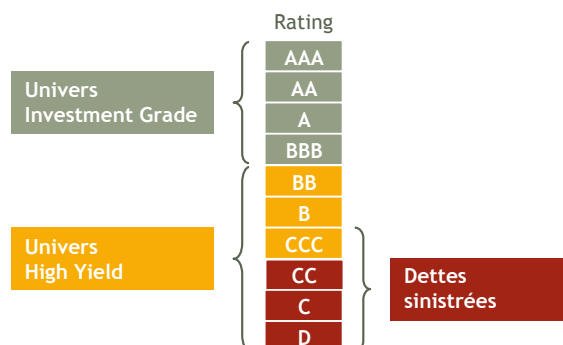
Les chiffres obtenus étaient suffisamment encourageants pour nous convaincre de lancer un fonds utilisant cette stratégie. ■

Chez Sparinvest, la prudence est au cœur même de notre philosophie d'investissement.

Nous estimons que les investisseurs ont le droit de considérer les placements de taux comme une composante solide et fiable de leur portefeuille d'investissement. Notre objectif consiste à assurer le maintien de profils de risque faibles pour tous nos fonds obligataires. Notre portefeuille à haut rendement présente un ratio endettement/fonds propres moyen toujours nettement inférieur à la moyenne du marché et nous n'incluons que les obligations d'entreprises CCC qui ont de bonnes chances de pouvoir survivre à une récession. Notre portefeuille de qualité « investment grade » est conçu pour éviter que des opérations de LBO ne soient lancées et ne rendent la détention d'obligations plus risquée.

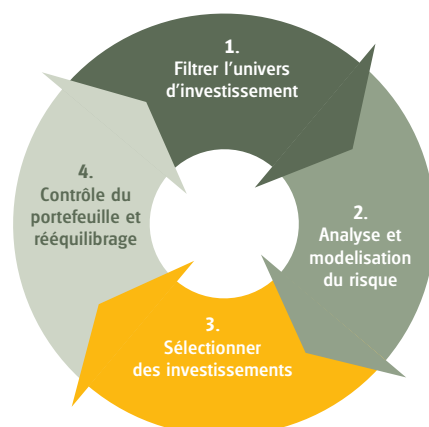
A des fins de diversification, les deux fonds en obligations d'entreprises « value » de Sparinvest couvrent l'ensemble de la courbe des rendements et de l'échelle de notations. Le regroupement de ces deux fonds dans un modèle d'allocation d'actifs permet d'obtenir un portefeuille d'obligations d'entreprises optimal. ■

### Qualité de crédit



The lack of an official credit rating is not necessarily an indication that a company's debt is a high-risk investment. The fact that companies must pay to have their debt rated by an official agency causes some to opt out of the system. In any event, Sparinvest will always conduct its own financial ratio and credit analysis on the company and reach an investment decision independently.

### Le processus d'investissement en obligations « value » de Sparinvest



## La stratégie Obligations « Value »

### Un examen plus approfondi du processus

Une analyse rigoureuse est essentielle pour identifier des obligations « value ». Seul un examen rigoureux de son bilan par un analyste compétent qui examinera ses fondamentaux peut révéler l'attrait réel de la dette d'une société. Chez Sparinvest, le processus d'investissement en obligations « value » se déroule en plusieurs étapes :

#### 1) Filtrage

La première étape du processus porte sur le filtrage de quelque 4 000 sociétés émettrices d'obligations et de 30 000 émissions. Pour éviter le risque de défaillance nous mettons l'accent sur les marchés développés dont le risque politique est faible. Nous déterminons d'abord si une société constitue un investissement attrayant (c'est-à-dire si elle est capable de rembourser sa dette et si sa probabilité de défaillance est faible). Nous regardons ensuite si la dette de la société présente un bon rendement par rapport au marché du crédit. Notre scénario idéal est un investissement dans une société peu onéreuse sur le marché boursier (marge de sécurité de 40 % par rapport à la valeur intrinsèque) et sur le marché du crédit (bon prix par rapport à la prime de crédit).

#### 2) Analyse des sociétés

Notre processus de filtrage aboutit à une liste brute de quelque 300 sociétés dignes d'un examen plus approfondi.

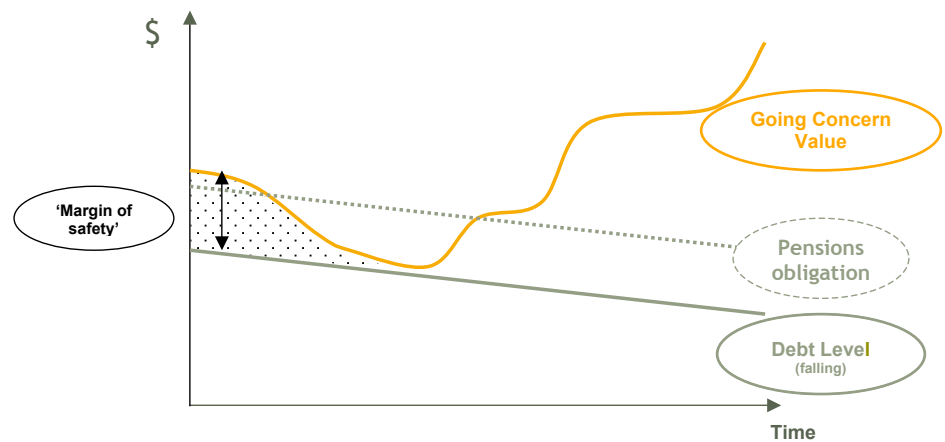
Nous menons une analyse traditionnelle des sociétés sur la base des principes liés aux investissements « value », en faisant particulièrement attention au ratio endettement net/fonds propres et au flux de trésorerie. Pour ce faire, nous travaillons en étroite collaboration avec notre équipe spécialisée dans les actions « value », même si nous mettons des pondérations différentes sur les multiples chiffres afin d'évaluer l'attrait du portefeuille d'investissement. En effet, nous investissons rarement dans les mêmes sociétés que l'équipe spécialisée dans les actions « value ».

Outre l'analyse de crédit traditionnelle, nous tenons également compte des engagements de retraite, du goodwill et des valeurs cachées de la société, telles que l'immobilier, les éléments hors bilan et sa tendance à favoriser les parties prenantes par rapport aux actionnaires.

#### 3) Considérations liées au risque

Pendant cette étape du processus, nous cherchons à déterminer si la société dispose de ressources suffisantes pour financer sa dette à terme. Pour ce faire, nous évaluons sa capacité bénéficiaire à long terme et son taux de redressement en cas de ralentissement économique.

## La stratégie Obligations « Value »



La « marge de sécurité » décrite par Benjamin Graham pour les investissements en obligations correspond à une « marge substantielle entre la valeur d'une société en activité et la dette financée ». Par conséquent, Sparinvest recherche un ratio EN/FP bien inférieur à 100 %.

#### 4) Sélection des obligations

Après avoir établi qu'une société était un émetteur d'obligations attrayant, nous devons examiner les obligations qu'elle a émises (au fil des ans, il a pu y avoir plusieurs émissions). Nous recherchons une position préférentielle.

Nous vérifions qu'il n'existe aucune clause susceptible de léser les porteurs d'obligations, par exemple en cas d'offre sur la société par des fonds d'investissement private equity (notamment les obligations assorties d'une clause de rachat au pair). Nous cherchons à identifier les éventuelles conditions de paiement par anticipation et évaluons la valeur relative du cours de l'obligation sur le marché du crédit. (Nous trouvons souvent que les obligations à durée longue perdent moins en cas de repli tout en offrant des gains supérieurs à terme). Plus nous descendons dans l'échelle des notations, plus le besoin d'évaluer les mérites d'une obligation sur la base des fondamentaux de l'entreprise plutôt que sur sa sensibilité aux taux d'intérêt est important.

Lors de la constitution d'un portefeuille, la plupart des gérants de fonds obligataires à haut rendement adoptent une approche top-down, allouant les actifs en fonction de la note de crédit et de la répartition sectorielle, sur la base des conditions économiques en vigueur. En optant pour une approche « value », Sparinvest cherche à minimiser le risque de défaillance et effectue l'allocation essentiellement sur la base du ratio endettement net/fonds propres. ■

## La stratégie Obligations « Value »

### Résumé

Les objectifs de Sparinvest en matière d'investissement en obligations « value » consistent à :

- minimiser le risque de perte en capital de ses investisseurs en construisant un portefeuille d'obligations assorties d'un risque de défaillance faible et relativement protégées contre les opérations de LBO ;
- offrir aux investisseurs des performances positives supérieures à long terme grâce aux investissements en obligations « value », sans les exposer aux obligations d'entreprises plus risquées ;
- mesurer sa performance par rapport aux attentes des investisseurs plutôt qu'à des indices (nous visons des performances positives plutôt que relatives) ;
- maintenir à tout moment son engagement à l'égard de sa philosophie d'investissement « value » ;
- prêter de l'argent à la société sur la base de sa solvabilité fondamentale. ■

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.