



## Lettre trimestrielle – Actions Value

T1 2015

### **Cher investisseur,**

L'année a commencé par l'un des meilleurs trimestres de l'histoire de nos stratégies en actions mondiales. Alors qu'au trimestre dernier l'exposition – ou l'absence d'exposition – aux Etats-Unis (marché et monnaie) était l'un des principaux moteurs, le marché boursier américain marque désormais le pas. Cette année, la seule chose qui a fait progresser les investissements américains jusqu'ici est le billet vert. Parallèlement, nous avons vu les marchés européen et japonais se redresser grâce à un regain d'enthousiasme quant à la reprise européenne due à l'arme secrète de Super Mario (Draghi), à la faiblesse des cours pétroliers et des taux d'intérêt, à l'atonie de l'euro et à la reprise des bénéfices. Au Japon, le Nikkei a atteint un nouveau sommet post-crise, dopé par des facteurs plus ou moins identiques : l'Abenomnie, la faiblesse des cours pétroliers, la monnaie, le redressement des bénéfices et une nouvelle acceptation de et concentration sur la gouvernance des entreprises.

Suite à deux trimestres consécutifs de sous-performance surtout due à des facteurs géographiques, nous avons dédié quelques paragraphes de notre récente lettre à notre conviction ininterrompue à l'égard des sociétés européennes et japonaises. Ainsi avons-nous annoncé nos prévisions de croissance solide des bénéfices au Japon, précisant qu'une reprise progressive de l'économie européenne pourrait générer de bons rendements pour les sociétés affichant des multiples bas. Nous étions donc d'avis que les deux régions dégageraient d'abondantes performances à l'avenir. Naturellement, l'évolution de ce premier trimestre nous réjouit au plus haut point et si la performance a parfois bénéficié de vents arrière, nous pensons qu'un réel potentiel subsiste.

### **Des opportunités en dépit d'évaluations supérieures**

La répartition géographique des fonds mondiaux reste globalement inchangée par rapport au début de l'année. Autrement dit, nous restons surexposés à l'Europe et au Japon aux dépens des Etats-Unis, même si nous avons récemment ajouté quelques titres américains à nos portefeuilles mondiaux.

Les investisseurs Value ont tendance à investir dans les régions du monde temporairement en défaveur. Et si notre exposition géographique semblait à contre-courant il y a six mois, les choses ont changé. Aujourd'hui, un nombre croissant d'investisseurs partage notre opinion quant aux segments recelant le plus d'opportunités. De plus en plus de stratégies recommandent d'augmenter l'exposition non américaine et les flux de fonds montrent que les investisseurs semblent suivre ces conseils.

Récemment, nous avons constaté un regain généralisé parmi les données européennes : taux de chômage, confiance des consommateurs, nouvelles immatriculations, PMI, etc. Comme beaucoup d'autres, nous considérons les perspectives de l'économie européenne comme solides et susceptibles de se refléter sur les bénéfices des entreprises dans un avenir proche. Alors que nombre de franchises européennes robustes présentent toujours des évaluations attrayantes par rapport à leurs pairs mondiaux, les arguments en faveur de la conservation des actions européennes nous semblent solides.

Le marché américain en est à un stade légèrement différent. Les données en léger repli et la vigueur du dollar pèsent sur les bénéfices des entreprises, alors même que les évaluations restent légèrement onéreuses. Si elles n'atteignent pas les mêmes niveaux extrêmes qu'avant, l'association d'une

corrélation action à action élevée, d'une volatilité faible, d'une dynamique solide et d'une surperformance des grandes capitalisations nous rappelle une situation connue. Comme nous l'avons déjà affirmé par le passé, nous pensons que le marché américain d'aujourd'hui présente certaines similarités avec celui de la fin des années 1990. De ce fait, il est possible que nous soyons à l'aube d'un contexte dans lequel l'analyse fondamentale des actions, avec un biais vers le style Value, portera ses fruits et où il pourrait être très coûteux de suivre aveuglément les indices fortement exposés aux sociétés et secteurs les plus performants.

### Investissement actif contre investissement passif

Ce qui nous amène à un sujet qui a récemment fait l'objet de plus d'un débat : l'investissement actif face à l'investissement passif. Les dernières données Morningstar montrent que les investisseurs ont développé une nette préférence pour les fonds à « gestion passive » qui répliquent des indices et dont les taux de croissance organique (afflux de fonds) sont largement supérieurs à ceux des actifs à gestion active. Il existe naturellement des arguments pour et contre ces deux types d'investissements et nous ne visons pas à plaider plus en faveur de l'un que de l'autre. Dans les faits, l'investissement passif et son équivalent actif sont dépendants l'un de l'autre. L'investissement passif ne peut réaliser de bonnes performances que lorsqu'il existe parallèlement des investisseurs actifs qui sélectionnent leurs titres. Autrement, les cours boursiers ne seraient dictés que par les afflux de fonds vers les actions. De surcroît, la différence entre les deux approches relève souvent du fait que l'investissement passif, s'il permet de participer au marché à une fraction du coût imposé par les fonds de placement à gestion active typiques, implique aussi l'abandon de toute possibilité de surperformance. Récemment, les résultats décevants obtenus par les gérants actifs ont toutefois poussé un nombre accru d'investisseurs vers les fonds passifs.

Depuis quelques années maintenant, les valeurs vedette les plus liquides bénéficient d'une demande supérieure de la part des investisseurs à travers le monde. Typiquement, ces titres sont également assortis des pondérations les plus élevées au sein des indices de référence. Par conséquent, l'achat d'actions incluses dans de tels indices était synonyme de performance. Dès lors, l'environnement était propice à l'investissement passif et rendait les investissements hors indice de référence peu aptes à dépasser l'indice. Ces dernières années, et surtout l'année dernière, nous avons aussi – tout comme de nombreux autres gérants actifs à travers le monde – eu du mal à surperformer nos indices de référence,

pour les raisons dont nous avons parlé dans de précédentes lettres.

Des études ont montré qu'il était difficile pour les gérants actifs de surperformer régulièrement leurs indices de référence. En 2014, la plupart des gérants actifs ont fait moins bien que leurs indices, alimentant le débat. Comme toujours, nous recommandons de ne jamais laisser les résultats à court terme dicter les décisions d'investissement, y compris celle relative à l'investissement passif ou actif. Il est en fait très difficile d'évaluer un gérant sur la seule base de ses performances à court terme et de déterminer ainsi s'il/elle est chanceux/chanceuse ou compétent(e). Un horizon temporel plus long est nécessaire à cet effet : le succès en tant que gérant Value prend du temps et une certaine volatilité est inévitable avant que le cours boursier atteigne sa valeur intrinsèque. Une telle volatilité entraîne des déviations par rapport aux performances de l'indice de référence, l'« écart de suivi » (*tracking error*), qui gagne aujourd'hui en importance pour la plupart des investisseurs. On constate en effet que depuis la crise financière, de plus en plus d'investisseurs ont opté pour des stratégies d'investissement passives, tout simplement parce qu'ils les considèrent comme moins risquées.

### Le risque est plus qu'un simple chiffre

Dans les lettres les plus récentes, nous avons abordé, dans le cadre de l'évaluation du risque de portefeuille global, les différences entre le risque fondamental associé à l'investissement dans des sociétés individuelles et le risque par rapport à l'indice de référence.

Les fonds passifs ont bénéficié de vents arrière puissants ces cinq dernières années non seulement parce qu'ils sont bon marché par rapport aux fonds actifs, mais aussi parce que leur écart de suivi extrêmement faible en fait des actifs considérés comme sans risque. L'éventuelle faillite d'une société incluse dans l'indice n'est pas vue comme un risque, à condition de ne pas être surexposé à ce titre. Pour les investisseurs actifs fondamentaux, c'est tout le contraire : il s'agit là précisément du risque d'investissement ultime – la perte du principal ! Il correspond toutefois à une conséquence naturelle de l'indexation portée à l'extrême et du résultat d'une communication malheureuse sur le « risque relatif » par opposition au « risque fondamental ».

Pour de nombreuses raisons valables, l'investissement passif est actuellement considéré comme très attractif. C'est notamment la raison pour laquelle on voit de nombreux membres de la communauté universitaire faire des re-

marques désobligeantes sur le coût des fonds de placement et sur le supposé manque de compétence des investisseurs actifs. A leurs yeux, les marchés sont efficaces, le risque correspond à un chiffre par rapport à un indice de référence et les investisseurs individuels devraient se contenter d'investir dans des fonds passifs répliquant des indices. Ce qu'ils ont tendance à oublier, c'est que les gérants actifs sont en mesure de tirer parti des opportunités à mesure qu'elles surviennent, tout en évitant les zones très courues et onéreuses du marché.

Revenons-en à notre précédente observation, selon laquelle nous observons certaines similarités entre le marché d'aujourd'hui et celui de la fin des années 1990, la période du « boom technologique ». A l'époque, un portefeuille indicel, sans risque d'indice de référence, était fortement exposé aux actions technologiques dont les prix étaient ridiculement élevés, alors qu'un grand nombre de gérants Value actifs étaient sous-exposés à ces mêmes actions, précisément parce qu'ils ne leur attribuaient aucune valeur fondamentale. Nous savons tous ce qu'il s'est passé ensuite. Après que la bulle technologique eut éclaté, les actions ont traversé une « décennie perdue ». Pendant les années 2000, l'indice MSCI World a généré une performance nulle (données en USD), alors que nombre d'investisseurs actifs s'en sortaient bien mieux. Par exemple, sur cette période, le Sparinvest Value Aktier a gagné plus de 170 % ! Lorsque les gérants actifs sous-performent dans l'environnement actuel, il est facile pour les théoriciens de les critiquer et de critiquer leurs frais de gestion des fonds. Nous sommes néanmoins convaincus que les investisseurs sont capables de se référer à l'historique (et même de tirer les conclusions de leur propre expérience) et de se rendre compte du fait qu'une approche passive n'est pas toujours dénuée de tout risque.

### Risque ESG : le risque dont de nombreux investisseurs ne parlent pas

Nous ne nous étendrons pas sur les avantages et les inconvénients de l'investissement actif et passif, mais aimerions mettre au jour un autre domaine dans lequel les investisseurs actifs peuvent faire la différence. Nous avons toujours été convaincus que les considérations non financières telles que les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) pouvaient créer ou détruire la valeur pour les actionnaires à long terme des sociétés dans lesquelles nous investissons. C'est pourquoi nous avons signé les Principes UN PRI en 2009. Par le passé, la prise en compte des aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) était souvent considérée comme réservée aux investisseurs

éthiques ou socialement responsables qui investissaient conformément à leurs valeurs et pour lesquels les principes personnels ou institutionnels passaient avant le profit. Une grande confusion règne dans le secteur – sans même parler de la pléthore de noms différents qui se chevauchent utilisés pour décrire les différentes approches tenant compte des risques ESG.

Il existe au moins deux manières distinctes d'aborder la question : l'approche monétaire, qui accorde la priorité à la mission fiduciaire et tient compte des aspects ESG pour l'impact majeur qu'ils peuvent avoir sur la valeur des entreprises à long terme, et l'approche plus sociale, pour laquelle de tels aspects sont pris en compte de manière autonome d'un point de vue moral, en ignorant le rendement potentiel sur investissement. Pour nous, l'« investissement responsable » (avec analyse ESG intégrée) repose davantage sur le terme « Value » et l'« investissement éthique » sur le terme « valeurs » (lesquelles peuvent, naturellement, varier d'une personne à l'autre). Il y a quelques années, à l'occasion d'une rencontre avec les représentants de l'un des plus grands consultants en matière de pension au monde, nous leur avons parlé avec beaucoup d'excitation de notre plateforme d'information ESG entièrement intégrée. Ils se sont regardés et ont répondu : « nous avons une équipe spéciale qui s'intéresse aux fonds éthiques ». Autrement dit, à l'époque, ils ne voyaient pas l'intérêt d'assimiler les risques ESG aux autres risques d'investissement traditionnels tels qu'un effet de levier élevé ou un modèle d'affaires faible. Ils tenaient uniquement compte de leur aspect social.

A titre d'exemple de la difficulté qu'on peut avoir à séparer les valeurs du style Value – ou les considérations sociales des considérations monétaires – citons le secteur du tabac. Sur les marchés émergents, où la réglementation est très souple, le tabagisme est en hausse – un état de fait qui a dopé les performances des actions du tabac ces dernières années. Pour ceux d'entre nous qui ont grandi avec un durcissement de la réglementation et de l'enseignement sanitaire entourant le tabagisme, il est alarmant de voir que les paquets de cigarettes vendus dans les pays émergents sont conçus pour attirer les enfants et mentionnent des risques minimales pour la santé. Dans un contexte ESG social, nous avons conscience du risque réputationnel pour les investisseurs dans un tel secteur, surtout en raison de la hausse du nombre d'enfants fumeurs dans les pays en développement.

A plus long terme, le risque est de nature plus financière. Le monde développé a vu les fabricants de cigarettes être assaillis par les recours collectifs et les paiements de dédommagements. On a du mal à croire que la réglementation ne rattrapera pas son retard dans les pays en développement,

remettant en question la durabilité du pouvoir bénéficiaire des actifs du tabac à l'avenir. Certains fonds de placement excluent déjà les distributeurs de tabac et la tendance incitant d'autres à travers le monde à faire de même va croissante. Nous n'investissons pas dans le tabac. Quoi qu'il en soit, il reste légal et très rentable de constituer sa fortune en offrant des produits dont la nature addictive est scientifiquement prouvée et qui causent de graves problèmes pour la santé. Le tabac fait partie d'un indice et est donc implicitement soutenu par l'investisseur passif.

A l'heure actuelle, les signes indiquant que nous sommes à l'aube d'un changement de la manière dont les sociétés et les investisseurs considèrent les aspects ESG se multiplient. Les investisseurs ont de plus en plus conscience de l'influence des facteurs non financiers sur la performance d'une société. Le fait qu'un nombre croissant de grands gestionnaires d'actifs fait appel à l'analyse ESG pour évaluer les profils de risque uniques associés aux différentes options d'investissement en est la preuve. Généralement, cet aspect du risque ESG est ignoré par les fonds passifs.

Depuis que nous avons ratifié les principes UN PRI, cet aspect de la gestion du risque est désormais officiellement intégré à notre processus d'investissement et a été renforcé par une analyse supplémentaire. Nous possédons par conséquent une image plus claire des tendances et risques sectoriels à long terme. Les problèmes ESG non résolus sont susceptibles, selon nous, d'alimenter le risque de perte permanente du capital, alors que l'amélioration de l'historique ESG d'une société peut renforcer sa valeur. Nous visons une telle amélioration au moyen d'inclusions et de propriétés actives. Nous appliquons activement notre approche de propriété active en influençant les décisions de vote et en engageant un dialogue respectueux avec les directions des entreprises. L'objectif consiste toujours à améliorer la performance ESG pour renforcer la valeur d'investissement au fil du temps.

## Super Mario

A cet égard, nous aimerions mettre en lumière Nintendo, une société dans laquelle nous investissons depuis l'automne 2011 et avec la direction de laquelle nous entretenons un dialogue depuis cette date. Nous avons identifié le potentiel d'une société possédant la meilleure franchise au monde en matière de jeux vidéos. Mario Brothers, Pokémon, Donkey Kong et Zelda sont connus de tous depuis des décennies. Comme Walt Disney, nous étions convaincus que Nintendo continuerait de trouver des moyens de transformer cette propriété intellectuelle en argent. A la date de notre investis-

sement, son cours boursier avait déjà perdu plus de 80 % après un cycle de produit extrêmement prospère, la console Wii et les appareils portables DS étant devenus des produits phare à l'échelle mondiale. Nous ne pensions pas que Nintendo serait capable de répéter un tel succès et identifions des défis pour la société à l'avenir. Par exemple, son modèle d'affaires de type Gillette consistant à brader le matériel et à réaliser la quasi-intégralité de ses bénéfices grâce au logiciel était rapidement remis en question par la migration rapide vers les jeux sur smartphones. Cependant, d'énormes frais de restructuration n'étaient pas non plus prévus au vu de l'externalisation de toute la production, c'est-à-dire que le potentiel baissier était protégé. De plus, avec une position nette en liquidités de 10 milliards d'EUR (60 % de la capitalisation boursière), Nintendo aurait pu, en théorie, acquérir Nokia (ou une entreprise similaire) pour pénétrer le segment des jeux sur smartphones.

Au moment de notre investissement, nous savions que Nintendo n'avait jamais été l'« enfant modèle » de la gouvernance d'entreprise. Autrement dit, la lettre « G » de son profil ESG restait un véritable point d'interrogation (et pour nous, la partie « G » est souvent révélatrice de la robustesse des lettres « E » et « S »). Les améliorations de la gouvernance peuvent jouer un rôle majeur dans l'amélioration de la valeur d'entreprise. Par conséquent, nos discussions respectueuses avec Nintendo au fil des ans se sont concentrées sur deux choses : l'exploitation de la valeur de leurs franchises de personnages et l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. Nous avons régulièrement utilisé nos droits de vote pour soutenir les résolutions en faveur d'une indépendance accrue du conseil d'administration de Nintendo - l'absence d'administrateurs extérieurs était une question que nous avons soulevée auprès d'eux avant l'Assemblée générale de 2013. Nous avons accepté le fait que Nintendo avait connu un réel succès en dépit de son conseil d'administration non indépendant 100 % masculin et japonais, tout en plaidant en faveur des avantages potentiels de la désignation d'administrateurs indépendants et de la diversité. Un tel changement s'est révélé encore plus urgent lorsque nous avons vu de nouveaux modèles d'affaires émerger dans la Silicon Valley et devenir très rapidement des concurrents sérieux pour Nintendo. De plus, dès 2013, plus de 80 % des 100 premières sociétés du Japon comptait au moins un administrateur externe. En tant que tel, Nintendo était donc de plus en plus marginalisé - même dans son propre pays.

Ce type de dialogue ne change pas les choses d'un jour à l'autre mais nous nous sommes réjouis de voir la société faire un pas dans la bonne direction en désignant un admi-

nistrateur externe en 2014. En elle-même, cette nomination n'a pas amélioré la valeur d'entreprise de Nintendo. Nous avons dû attendre pour cela mars 2015, date à laquelle Nintendo a enfin annoncé son entrée sur le marché des jeux mobiles ainsi qu'une alliance capitalistique avec la plateforme en ligne DeNA. Il s'agissait là d'un revirement stratégique énorme qui a réellement surpris le marché. D'aucuns affirment que le président de Nintendo craignait d'être remercié lors de l'Assemblée générale de juin s'il n'avait pas adopté de stratégie de jeux mobiles d'ici là. Nous ne connaissons jamais les véritables raisons de cette décision, mais ce que nous savons, c'est qu'un cinquième des actionnaires avaient voté contre lui en 2014 et que ce chiffre aurait probablement augmenté en 2015 si rien n'avait changé. Suite à cette annonce, nous avons atteint notre objectif de prix alors que les bénéfices restaient faibles et avons donc décidé de céder nos actions.

Parallèlement, nous avons constaté avec satisfaction que le Code de gestion récemment introduit au Japon (et le Code de gouvernance d'entreprise qui sera bientôt introduit) mentionne l'efficacité des capitaux et le besoin de reconnaître le rendement sur capitaux attendu par les investisseurs, un point très positif pour les investisseurs en actions japonaises en général.

## Perspectives

La prévision des rendements futurs est une tâche des plus intimidantes. On trouvera toujours un stratège de renom qui prédira un marché haussier alors même que d'autres prévoient un marché baissier. Nous évitons de prédire les performances sur le reste de l'année, mais vous rappelons une approche simple pouvant être utilisée pour évaluer le marché. Les performances boursières reposent sur trois facteurs : la croissance des bénéfices (réelle et inflation), les dividendes et l'expansion/la contraction des multiples.

Alors que la croissance des bénéfices américains devrait reculer au premier trimestre sur fond de faiblesse des cours pétroliers et d'envol du dollar et que le rendement actuel des dividendes est d'environ 2 %, on ne peut pas attendre beaucoup de ces deux facteurs. Parallèlement, les perspectives bénéficiaires européennes s'améliorent enfin grâce à l'atonie de l'euro et à la relance monétaire et, étant donné le rende-

ment sur dividendes de plus de 3 %, peut-être les actions européennes recèlent-elles un certain potentiel. En ce qui concerne le dernier facteur, les investisseurs ne peuvent tabler sur une vaste expansion des multiples d'évaluation à l'avenir étant donné que les niveaux actuels sont proches des moyennes historiques, le marché américain étant légèrement supérieur à ses équivalents européen et japonais dans un contexte historique. Après un premier trimestre très favorable aux investisseurs en actions, nous vous rappelons donc que les performances normalisées à long terme, sur la base de la croissance des bénéfices et des dividendes, sont plus modestes. Dans un tel scénario normalisé, une sélection raisonnable des titres, sur la base des fondamentaux des entreprises et des évaluations, est bien plus appréciée par l'investisseur moyen et pourrait même potentiellement pousser certains adeptes actuels de l'investissement passif à se convertir.

Nous continuons parallèlement à rechercher des opportunités d'investissement dans les secteurs peu populaires et sous-évalués des marchés. Notre tâche première consiste à sélectionner – grâce à une analyse minutieuse – les meilleures opportunités parmi les plus sous-évaluées. Nous sommes convaincus qu'une telle approche active génèrera les performances les plus élevées pour nos clients.

## Equipe Sparinvest Value



*Rang du haut, de gauche à droite:*

**David Orr**  
Senior Portfolio Manager

**Lisbeth Søgaard Nielsen**  
Portfolio Manager

**Jeroen Bresser**  
Portfolio Manager

**Per Kronborg Jensen**  
Senior Portfolio Manager

**Morten Rønnow Tandrup**  
Analyste actions

*Rang du bas, de gauche à droite :*

**Karsten Løngaard**  
Senior Portfolio Manager

**Jens Moestrup Rasmussen**  
Team Leader / Chief Portfolio Manager

**Trine Uggerhøj**  
Portfolio Manager

**Kasper Billy Jacobsen**  
Chief Portfolio Manager

Sparinvest est signataire des accords de l'UN PRI et est membre de l'Eurosif et du Dansif.

L'UN PRI est une initiative d'investisseurs internationaux soutenue par les Nations Unies et basée sur six principes destinés aux investisseurs responsables. Le but est d'aider les investisseurs à intégrer de manière active des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance au sein même de leurs investissements.

*Signatory of:*



La présente lettre n'est pas et ne doit pas être interprétée comme une sollicitation ou offre, ou encore comme une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque investissement, comme une participation à une autre transaction ou comme une offre de conseils d'investissement ou d'autres services financiers ou bancaires. Les contenus et opinions exprimés doivent uniquement être considérés comme appartenant aux perspectives et informations générales de Sparinvest ainsi qu'au marketing de Sparinvest et des fonds gérés. Toutes les informations présentées ici proviennent de Sparinvest, à moins qu'il ne soit fait référence à d'autres sources. Les informations provenant de sources externes sont utilisées sans vérification et Sparinvest décline toute responsabilité quant à leur précision. Sous réserve d'éventuelles erreurs typographiques, de calcul et autres pouvant apparaître dans la documentation.

Les compartiments mentionnés font partie de Sparinvest SICAV, une société d'investissement à capital variable de droit luxembourgeois. Pour obtenir des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus, au Document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) et aux derniers rapports annuels et semestriels de Sparinvest SICAV. Ces documents peuvent être obtenus gratuitement dans les différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs désignés, tout comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Il est recommandé aux investisseurs de lire le prospectus, les statuts et toute autre information relative au compartiment concerné avant d'investir. L'attention est attirée sur le fait que les performances historiques ne peuvent être considérées comme des garanties des résultats futurs. En particulier, les fonds qui investissent sur des marchés étrangers sont sensibles aux fluctuations des changes susceptibles de faire baisser ou augmenter la valeur des fonds. Le recouvrement complet du capital investi ne peut être garanti. Pour les investisseurs basés en Suisse, le représentant et l'agent payeur du fonds est RBC Investor Services Bank SA, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zurich. Publié par Sparinvest SA, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.