



## Lettre trimestrielle – Actions Value

T2 2015

### **Cher Investisseur,**

Le deuxième trimestre 2015 a fini dans le rouge à l'échelle mondiale, nous ramenant à la réalité après les pics d'avril et de mai. La plupart de nos fonds ont surperformé leurs indices de référence respectifs. Nous sommes donc plutôt satisfaits des résultats trimestriels, tout en ayant conscience du fait que le retard (par rapport à l'indice de référence) de l'année dernière n'a pas encore été pleinement récupéré.

### **Economies divergentes**

Alors que nous en sommes à la moitié de l'année, la reprise européenne semble être en bonne voie, en dépit de quelques chiffres décevants ici et là. La faiblesse de la monnaie unique et des cours pétroliers ont indéniablement été bénéfiques, mais le rebond des emprunts des ménages et des entreprises dû à l'amélioration de la disponibilité du crédit est bien la preuve que la politique monétaire commence à se répercuter sur l'économie réelle et que les risques de déflation en Europe se réduisent désormais. Sur le vieux continent, l'AQ a démarré bien plus tard qu'ailleurs et a sans aucun doute fait figure de catalyseur positif pour les actions européennes depuis le début de l'année. Etant donné que l'Europe reste à l'origine d'une part importante de la demande mondiale, ce contexte est aussi encourageant du point de vue mondial.

Au Japon, les Conseils d'administration restent concentrés sur la réforme de la gouvernance d'entreprise depuis l'entrée en vigueur du nouveau Code de la gouvernance d'entreprise en juin. Si la gestion des capitaux est prioritaire, nous remarquons que les craintes de déflation au Japon semblent se réduire du fait de consommateurs plus disposés à dépen-

ser et de dépenses d'investissements apparemment en augmentation du côté des entreprises.

En ce qui concerne les perspectives de politique monétaire, la divergence croissante entre les Etats-Unis et le reste du monde semble peser sur le marché boursier américain. Nombre d'investisseurs craignent qu'un relèvement trop soudain des taux n'étouffe la reprise américaine. Ce thème n'a rien de nouveau pour nous. Au vu des défis économiques ayant entraîné des disparités significatives des prix des actions mondiales, nous avons acheté davantage d'actions dans les régions aux évaluations attrayantes, comme on pouvait s'y attendre de la part d'investisseurs Value. Le marché japonais s'est bien comporté après l'introduction de l'Abenomnie et l'Europe semble enfin être en phase de guérison et profiter de l'assouplissement quantitatif.

### **Fondamentaux des entreprises**

Soutenues par un environnement macroéconomique optimiste, les entreprises ont fait état de résultats rassurants, avec là encore des différences géographiques. Les bénéfices américains ont satisfait les attentes, mais les chiffres d'affaires ont souffert de l'affermissement de l'USD, lequel pourrait affecter les résultats des entreprises à l'avenir. Les entreprises européennes ont enregistré un trimestre exceptionnel soutenu par la reprise de leur marché domestique et la faiblesse de l'euro tandis que le Japon a légèrement déçu après un trimestre précédent robuste. En ce qui concerne la santé des sociétés en portefeuille, nombre d'entre elles ont annoncé de solides résultats d'exploitation associés à des transactions génératrices de valeur qui ont dopé leurs cours. Par ailleurs, nos fonds mondiaux ont profité des sous-

expositions aux Etats-Unis ainsi que de l'exposition aux sociétés de petite taille.

En tant qu'adeptes d'une sélection de titres ascendante, nous nous concentrons fortement sur les fondamentaux des entreprises. Notre processus d'investissement vise à identifier des sociétés bon marché au vu des bénéfices qu'elles génèrent. Comme toujours, nous nous efforçons de comprendre ce que les changements économiques signifient pour certaines sociétés spécifiques et leur rentabilité. Les opportunités plus vastes qu'ils offrent sont l'un des avantages évidents de nos fonds mondiaux. Ainsi sommes-nous en mesure de construire des portefeuilles assortis de caractéristiques inhabituelles et de choisir des sociétés sur la base de critères autres que l'état du secteur dans lequel elles opèrent ou du pays dans lequel elles exercent leurs activités ou ont leur siège.

D'un autre côté, la diversification est une règle d'or et si en matière de devises et en termes absolus, notre diversification géographique reste importante, nos fonds mondiaux demeurent sous-exposés aux actions américaines par rapport à notre indice de référence, même si cette sous-exposition est moins prononcée qu'avant. Récemment, nous avons ajouté un petit nombre d'actions américaines dont le prix ne reflétait pas la valeur sous-jacente. Aussi notre exposition accrue aux Etats-Unis a-t-elle diminué notre risque relatif.

### Sensibilité aux taux d'intérêt

Comme nous l'avons mentionné auparavant, la performance d'une stratégie d'investissement Value est liée aux cycles économiques et aux taux d'intérêt. Jusqu'ici, le contexte d'un marché boursier soutenu par un AQ post crise financière n'a pas été favorable aux investisseurs Value. Quoi qu'il en soit, nous ne pouvons pas laisser les résultats de fin 2014 déterminer si notre stratégie d'investissement Value est bonne ou mauvaise. Nous savons qu'une tendance à court terme ne permet pas d'anticiper l'avenir. Cela dit, il se peut que les événements récents correspondent précisément à ce que nous attendions.

Depuis la mi-avril, les emprunts d'État se sont montrés très volatils. La hausse des rendements, surtout à l'extrémité longue de la courbe, et le raidissement subséquent de ladite courbe devraient – selon les études que nous avons présentées dans de précédentes lettres – donner un coup de pouce aux actions Value et cycliques. La récente performance a confirmé notre conviction selon laquelle nos fonds commenceraient à surperformer lorsque la reprise économique commencerait à pousser l'inflation et les taux d'intérêt

vers le haut, ne serait-ce qu'un peu. Ce phénomène a soutenu tous nos fonds Value au trimestre dernier. On peut désormais se demander si les rendements obligataires continueront d'augmenter ou non.

L'incertitude actuelle des investisseurs et la volatilité des obligations et actions semblent liées à la question globale suivante : nous dirigeons-nous vers un scénario déflationniste ou inflationniste ? D'un côté, certains investisseurs craignent que la reprise économique sur les marchés développés n'entraîne une hausse trop rapide des taux d'intérêt, mais d'un autre côté, le ralentissement des marchés émergents et le risque de croissance inférieure aux attentes en Europe et outre-Atlantique pourraient se traduire par une poussée déflationniste. Si le consensus semble à l'heure actuelle partagé entre les deux scénarios, nous estimons qu'une partie de la volatilité récente des marchés s'explique par les changements du sentiment à l'égard de ces deux possibilités. Outre les tendances économiques à long terme, des tensions géopolitiques subsistent au Moyen-Orient, ainsi qu'un problème irrésolu en Ukraine et, naturellement, l'histoire sans fin de la Grèce.

### La Grèce, une histoire sans fin

Si nous comparissons avec la détresse d'un grand nombre de Grecs, nous sommes d'avis que le pays va trop loin dans sa tentative de prise en otage du reste de l'Europe. Les Grecs eux-mêmes ont contribué à exacerber une situation déplorable. Après plusieurs années de mauvaises pratiques dans le domaine de la collecte des impôts et de manque d'enthousiasme pour les payer, ils ont atteint un point de non-retour. Il n'est pas difficile de comprendre la frustration que doivent ressentir certains Grecs face à cette situation. Toute jeune personne dont les perspectives d'avenir de son pays d'origine sont aussi désastreuses ne peut être que frustrée. Si vous êtes un ouvrier à bas salaire qui a eu à soudoyer maintes personnes au sein du système public d'aide sociale, vous vous en seriez bien mieux sorti avec un système opérationnel dans le cadre duquel vous auriez payé vos impôts et reçu un service en échange.

Il semble que la stratégie adoptée par le gouvernement dans ses négociations avec les créanciers ait consisté à jouer une carte à la fois. Il a désormais épuisé toutes ses cartes et n'a plus d'as à jouer. Par conséquent, les Grecs se trouvent maintenant dans une situation très bizarre dans laquelle ils doivent voter sur une offre qui ne leur est plus soumise. Si le résultat du référendum est négatif, la Grèce pourrait être sur le point d'abandonner l'euro, au bord de l'inconnu écono-

mique et à la veille d'un avenir très incertain. En cas d'issue positive, un nouveau gouvernement devra être élu et la Grèce devra se remettre sur les rails en lançant des réformes et en tentant de mettre de l'ordre dans son économie. Dans le cadre d'un tel processus, aucun raccourci ne pourra être pris ; il suffit de poser la question aux habitants de l'Irlande, de l'Espagne, du Portugal et de l'Italie.

Cette situation a alimenté l'incertitude et la volatilité sur les marchés financiers, entraînant du même coup leur repli. Reste à savoir comment l'UE parviendra à isoler les problèmes grecs, de sorte qu'ils ne s'étendent pas et ne donnent pas lieu à une situation encore plus désastreuse. A l'heure actuelle, il semble que l'UE sera capable de les contenir, même s'ils se traduisent par une sortie de la Grèce, car l'économie se porte mieux dans l'ensemble, l'austérité s'atténue, les banques sont mieux positionnées et les mesures de la BCE continuent de soutenir le marché. La reprise en Europe nous paraît robuste et il s'agit parallèlement d'un des endroits les plus intéressants où investir au vu des évaluations actuelles des actions. Nous pensons que la croissance des bénéfices restera solide au Japon et que l'Europe et l'Archipel seront les deux régions dans lesquelles les fonds seront les plus susceptibles de dégager d'importants rendements à l'avenir, avec certes un risque de volatilité à court terme liée à la situation grecque.

### Gestion du capital et intérêts des actionnaires

Au Japon, les sociétés subissent actuellement des pressions croissantes de performance à court terme. Le nouveau Code de Gouvernance d'Entreprise a été introduit mais, comme nous l'avons dit plus haut, une grande partie de son contenu a d'ores et déjà fait l'objet de discussions au sein des Conseils d'administration et nombre de mesures ont déjà été adoptées. Par exemple, mai 2015 a été le deuxième meilleur mois de ces dix dernières années pour les annonces de rachats d'actions au Japon, tandis que l'activité de rachat d'actions outre-Atlantique a atteint un sommet l'année dernière. Quoi qu'il en soit, maintenant que le Code est en place, nous misons sur une nouvelle accélération des rachats d'actions et des révisions de dividendes financés par les abondants soldes de liquidités des entreprises nipponnes.

Nous sommes ravis de constater le niveau record des rachats d'actions au Japon, mais pensons qu'il est important d'envisager d'autres options également. L'avantage évident des rachats d'actions par les sociétés, est que les actionnaires se retrouvent avec une part plus importante de son

capital et donc une part accrue des bénéfices générés. Ils envoient par ailleurs un message indiquant que la société se porte bien et que ses perspectives opérationnelles sont bonnes. On suppose souvent qu'un rachat d'actions a uniquement lieu lorsqu'il profite plus à la valeur intrinsèque de l'entreprise qu'un investissement dans son développement. Autrement dit, lorsque, de l'avis de la direction, la société est sous-évaluée et représente donc le meilleur « investissement » qu'elle puisse faire.

Mais les rachats d'actions peuvent aussi résulter d'une mauvaise décision de la direction ou, bien pire encore, du désir d'affecter le cours de l'action à court terme. Il semble parfois que l'objectif premier consiste à maximiser la fortune personnelle des dirigeants lorsque les contrats sont annexés sur la performance du cours boursier ou sur certaines mesures de la rentabilité. Dans de tels cas, il s'agit juste d'une mauvaise gestion. De même, un autre motif douteux à l'origine d'un rachat d'actions est le suivant : il s'agit d'une décision peu risquée pour la direction d'une société riche en liquidités par rapport à l'investissement en R&D, plus risqué, ou le rachat d'un concurrent.

Quelle qu'en soit la motivation, ce qui détermine si un rachat d'actions crée de la valeur ou pas, c'est son prix. En bref, lorsque les actions sont surévaluées, un rachat détruira de la valeur pour les actionnaires. Dans de telles circonstances, la distribution d'un dividende pourrait être plus judicieuse. De surcroît, il peut être tentant de s'endetter pour financer les rachats d'actions, surtout dans le contexte actuel où les taux d'intérêt sont bas. Cette stratégie n'est pas sans risques dans la mesure où elle contribue à endetter l'entreprise, ce qui pourrait affecter sa note de crédit, tout en la rendant plus vulnérable aux vents contraires à court terme.

Nous continuons de discuter avec nos sociétés en portefeuille des rachats d'actions et de l'allocation du capital, comme de bien d'autres sujets, mais il est important de souligner que la gouvernance et la gestion du capital ne se limitent pas aux rachats d'actions. Aujourd'hui, nombre de dirigeants à travers le monde se concentrent souvent plus sur l'ingénierie financière que sur le développement des activités à long terme. Le financement est peu cher et leur rémunération est souvent directement indexée sur la performance du cours de l'action à court terme. Il est important de voir plus loin que le bout de son nez en matière de gestion du capital et de création de valeur pour les actionnaires. Certaines sociétés auraient ainsi intérêt à allouer davantage de fonds à la recherche et au développement au lieu de se focaliser sur les dividendes et les rachats d'actions. Toute valeur créée (ou détruite) par la recherche et le développe-

ment est tout aussi durable que celle créée (ou détruite) par les rachats d'actions. C'est pourquoi l'allocation du capital ne peut se contenter de reposer sur des formules. Nous ne sommes pas des activistes aux vues à court terme qui veulent priver les entreprises de leurs actifs : nous engageons un dialogue constructif avec les équipes de direction et écoutons leurs arguments tout en leur présentant les nôtres.

### Fusions-acquisitions et cristallisation des actifs

Dans nos commentaires précédents, nous avons indiqué que plusieurs de nos investissements avaient tenté de faire la lumière sur leurs vraies valeurs et sur la manière dont des actifs pouvaient être cristallisés. Récemment, nous avons vu de nombreux exemples de sociétés possédant d'excellents actifs sous forme de terrains, de brevets, d'immeubles, etc. qui les convertissaient en liquidités à un moment ou à un autre. Les unités opérationnelles générant des pertes ont fait l'objet de désinvestissements, tandis que les unités rentables ont donné lieu à des scissions visant à faire ressortir leur attrait. L'absence d'intérêt des autres acteurs du marché pour les rachats d'entreprises à la suite de la crise financière a récemment entraîné une poursuite de ces conversions d'actifs. Parallèlement, les opérations de fusion-acquisition sont en hausse. La conjonction de coûts de financement faibles et de la recherche de gisements de croissance dans tous les secteurs a alimenté le marché mondial des fusions-acquisitions, en particulier aux Etats-Unis.

Lorsqu'on investit dans des actifs qui ne sont pas pleinement exploités pour une raison ou une autre, il n'est pas facile de prédire l'échéance d'un tel évènement, d'une telle conversion ou d'un tel rachat. C'est l'une des raisons qui rendent l'investissement Value possible. Nous recherchons les actifs non exploités et attendons qu'ils génèrent des bénéfices. Nous ne possédons pas de connaissances spéciales - souvent les commentaires des analystes *sell-side* portent sur les mêmes actifs et affirment qu'ils n'identifient tout simplement pas de catalyseur apparent et qu'ils ne leur attribuent pas trop de valeur. Il s'agit là de ce que certains qualifient d'« arbitrage temporel ». Nous sommes des investisseurs à long terme et avons la patience et l'endurance qu'il faut pour attendre.

Si une société bénéficie de vents porteurs à long terme, les défis auxquels elle est confrontée à court terme ne nous font pas peur. Ces sociétés peuvent malgré tout être de qualité et accroître leur valeur intrinsèque au fil du temps. Naturellement, plus un gisement de valeur « caché » sera rapidement

découvert et plus nos investisseurs réaliseront un rendement élevé. A terme, une telle stratégie porte ses fruits. A ce propos, l'une de nos positions importantes, le distributeur alimentaire belge Delhaize, a participé à une transaction génératrice de valeur à la toute fin du trimestre, lorsqu'Ahold et Delhaize ont annoncé leur intention de combiner leurs activités par le biais d'une « fusion entre égaux ». Delhaize a généré de solides performances pour nos fonds ces derniers mois, notamment en raison des attentes relatives à une telle transaction. Dans la pratique, les actions ont en fait légèrement baissé depuis que l'opération a enfin été annoncée, le marché tentant de digérer ses détails techniques. Mais le fait que nous observions une telle activité au sein du portefeuille en Europe est définitivement encourageant.

### Conclusion/perspectives

L'environnement du secteur des placements financiers est incertain à de nombreux égards depuis plusieurs années et devrait le rester dans un avenir immédiat tout du moins. Quoi qu'il en soit, en dépit de ce climat d'incertitude et de volatilité, les moteurs de l'économie mondiale à long terme sont intacts.

La croissance devrait rester selon nous relativement modeste à l'échelle planétaire. Alors que le début de « reprise » constaté sur les marchés développés, et surtout en Europe, pourrait stimuler l'expansion du PIB mondial, il ne faut pas oublier les défis démographiques à long terme et le ralentissement de la Chine, lesquels auront des conséquences plus prononcées sur les exportateurs de matières premières des marchés émergents. Nous sommes d'avis que la croissance mondiale modeste continuera de tirer les bénéfices des entreprises vers le haut, un phénomène qui devrait profiter aux actions à l'avenir. Parallèlement, l'attrait des actions est discutable si l'on se concentre sur leurs évaluations, mais l'attrait de la catégorie par rapport à d'autres actifs, comme les emprunts d'Etats des marchés développés, ne fait aucun doute à nos yeux.

Si l'on considère uniquement les marchés d'actions, le même raisonnement vaut pour les actions Value. Au vu des disparités entre les évaluations boursières que nous avons souvent mentionnées par le passé, nous restons convaincus qu'il existe plus d'opportunités attrayantes parmi les actions Value à bas prix et les actions cycliques que du côté des actions perçues comme des « valeurs sûres ». Lorsque les rendements obligataires s'arrêteront de diminuer et commenceront peut-être à se redresser progressivement en même temps que l'inflation et la croissance, l'écart d'évaluation devrait se

contracter. Les transactions optimisant la valeur, qu'il s'agisse de rachats au Japon, de désinvestissements aux Etats-Unis ou de fusions en Europe, joueront toutes un rôle de cataly-

seur et nous sommes persuadés que nos fonds sont bien positionnés pour réaliser une performance relative solide à l'avenir, et même à court terme.

## 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 S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.