

Ethical Global Value

Lettre trimestrielle T4 2008

Performances

Performance T4 -17%
Performance
depuis la création -34,51%

Cher investisseur,

L'année 2008 a été marquée par des conditions très défavorables pour les investisseurs en actions, les marchés boursiers internationaux ayant été frappés par une crise financière mondiale d'une ampleur sans précédent et par l'émergence d'une récession. Indépendamment du contexte, nous sommes extrêmement déçus par la performance du fonds Sparinvest Global Value cette année. Il a perdu 17% au quatrième trimestre et 34,51% sur l'année.

Naturellement, ces résultats ne nous réjouissent pas. Cependant, comme nous l'expliquons ci-après, nous demeurons convaincus des atouts de notre stratégie d'investissement et du potentiel à long terme de notre portefeuille.

Dans l'ensemble, les marchés actions, tels que mesurés par l'indice MSCI World, ont cédé 37,64% en 2008, tandis que le MSCI World Value et le MSCI World Small Cap ont baissé respectivement de 37,30% et 38,87%. Les valeurs de croissance ont plongé de 38,08%. En termes de performance par rapport aux indices, la pondération relativement élevée des titres cycliques et européens s'est révélée néfaste alors que notre forte exposition aux valeurs japonaises nous a été bénéfique.

Le tableau ci-dessous présente la performance du fonds au quatrième trimestre, en 2007 et en 2008 par rapport à celle de différents indices de marchés.

| Sparinvest Ethical Global Value par rapport aux indices | * Date de lancement: 30 May 2008 | |
|---|----------------------------------|---------|
| | T4 2008 | 2008* |
| Sparinvest Ethical Global Value (LU0362355355) | -17,00% | -34,51% |
| Indice MSCI World | -20,95% | -31,80% |
| Indice MSCI World Value | -19,83% | -29,76% |
| Indice MSCI World Growth | -22,08% | -33,78% |
| Indice MSCI World Small Cap | -24,16% | -34,37% |

Les indices MSCI World, MSCI World Value, MSCI World Growth et MSCI World Small Cap sont tous des indices incluant une large sélection de sociétés partout dans le monde. Toutes les performances sont exprimées en Euro. ■

Ethix SRI Advisors Rappel des filtres d'exclusion

Filtrage normatif (normes de l'ONU): tolérance 0%

Filtrage sectoriel :

Pour la pornographie, le tabac, l'alcool et les jeux

- Tolérance de 0% pour la production
- Tolérance de 5% pour la distribution

Pour l'armement

- Tolérance de 0% pour les équipements de combat
- Tolérance de 5% pour la production d'équipement militaire et les services associés ■

Marchés

L'année 2008 a été extraordinaire à tous les égards. Au fil des trimestres, les observateurs ont dû fournir de nouvelles explications à l'aggravation de la crise. Cette dégradation s'est poursuivie au dernier trimestre, les turbulences du monde financier s'accompagnant alors de signes croissants de récession mondiale.

Nous n'avons pas l'intention de résumer ici ces événements désastreux. Nous savons tous qu'il s'agit là d'un repli significatif. Des emplois sont supprimés, des usines sont fermées, certaines temporairement et d'autres définitivement, et de nombreuses sociétés font faillite. Les interventions des gouvernements ne cessent d'augmenter, aussi bien sous la forme de réglementations que d'injections de capitaux.

Lors de tout repli économique, la baisse des bénéfices pèse sur le cours des actions, surtout pour les sociétés cycliques. Cette fois-ci, la crise financière a accentué ce phénomène. L'association de plusieurs facteurs, tels que la peur, le risque de contrepartie, le manque de liquidités et les ventes forcées, ont créé un contexte dans lequel les cours boursiers ont réagi aux nouvelles de manière exagérée, évoluant parfois dans des directions contraires aux fondamentaux.

Prenons l'exemple de Volkswagen. Nous avons commencé à acheter des actions début 2005, au prix de 32 euros. Pendant l'été 2007, Volkswagen s'est progressivement transformé en valeur de croissance, atteignant notre objectif de cours. Nous avons réalisé une performance relativement confortable en vendant nos actions à un prix unitaire de 145 euros. Toutefois, à l'automne 2008, l'action s'est envolée avant de dégringoler en raison d'une couverture des positions vendeuses dictées par la panique, après l'effondrement de Lehman Brothers. Le cours a dépassé les 1 000 euros à un certain moment. En 24 heures, la capitalisation boursière de Volkswagen a augmenté et baissé de 150 milliards d'euros : c'est bien plus que les capitalisations de Toyota, Honda, Ford, GM, Renault, Peugeot, Fiat et BMW réunies. Cet exemple montre à quel point les marchés ont ignoré les fondamentaux cette année. Il semble surréaliste de se dire que, si nous n'avions pas cédé notre position, le constructeur allemand aurait représenté théoriquement, pendant quelques secondes, près de la moitié du portefeuille total de notre fonds.

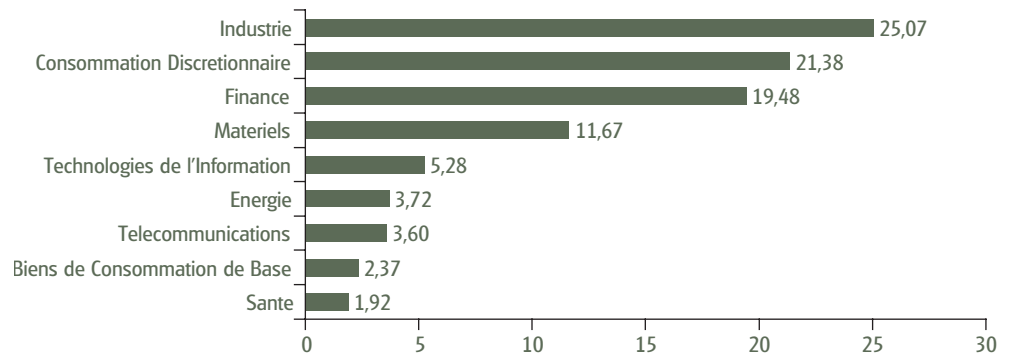
Naturellement, ce type de marché est profondément frustrant. Il est difficile de voir le cours de sociétés solides chuter, surtout lorsqu'une telle chute est déclenchée par des facteurs temporaires, voire irrationnels. Cependant, en qualité d'investisseurs « value », nous ne tentons pas de miser sur le cycle économique ni de spéculer sur le sentiment à court terme des marchés. Nous nous concentrons sur les sociétés mêmes et investissons dans une optique de prise de participation dans ces sociétés.

Même si l'attention du marché s'est concentrée sur d'autres facteurs en 2008, elle se recentrera en définitive sur les fondamentaux. Sans vouloir avancer de délais, nous pouvons affirmer que les craintes finiront par se dissiper et que les sociétés robustes seront récompensées. ■

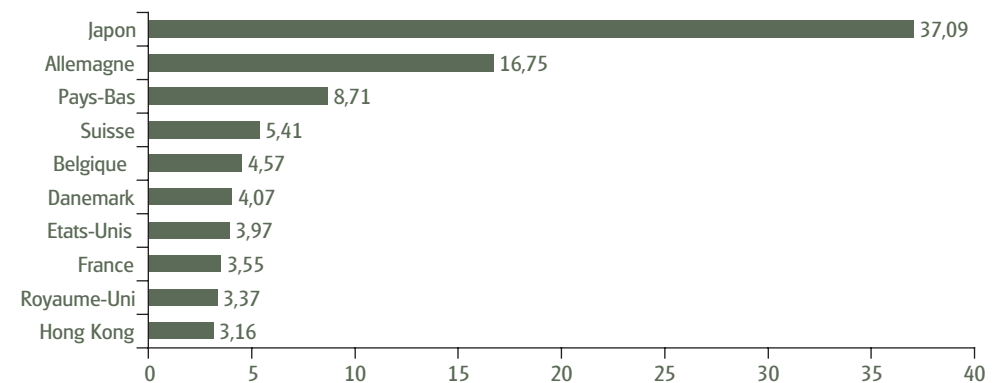
Bilan de portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 5,5% des actifs sous gestion. Le fonds avait 100 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes :

Allocation sectorielle (valeurs en %)



Allocation géographique (valeurs en %)



Nous avons réalisé six nouveaux investissements sur le trimestre : nous avons acquis des parts dans Royal Dutch Shell et OMV of Austria, deux sociétés pétrolières et gazières intégrées ; nous avons aussi investi dans les géants japonais de l'électronique Sony et Panasonic, dans Molex, un fabricant américain de composants électroniques, et dans Singapore Airlines.

Pour rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé nos positions dans certains titres.

A la fin du trimestre, les dix premières positions représentaient 32% du portefeuille total.

| Dix premières positions | | | |
|---------------------------------|-----------|------------------------------|-------|
| Société | Pays | Secteur | Poids |
| Douglas Holding AG | Allemagne | Consommation Discrétionnaire | 3,77% |
| Nippon Tel&Tel | Japon | Télécommunications | 3,60% |
| MSIG Holdings | Japon | Finance | 3,37% |
| A.P. Moeller - Maersk A/S B | Danemark | Industrie | 3,35% |
| Roy.Philips Electr./Eur 0,2 | Pays-Bas | Industrie | 3,29% |
| Frankfurt Airport Serv. Worldw. | Allemagne | Industrie | 3,29% |
| Hutchison Whamp/Hk0,25 | Hong Kong | Industrie | 3,16% |
| Hochtief A.G. | Allemagne | Industrie | 2,79% |
| Koninklijke DSM NV | Pays-Bas | Matériels | 2,76% |
| Toyo Seikan Kaisha Ltd | Japon | Matériels | 2,67% |

Reporting éthique
Ethix SRI Advisors

Nouveaux titres en portefeuille faisant l'objet d'une surveillance :

Molex – Armement/Autres équipements militaires

| Emetteur | Pays | Filtrage normatif | | | Filtrage Sectoriel : | | | | |
|----------|------|-------------------|--------|------|----------------------|----------|-------------------|-----------------|------------|
| | | Rouge | Orange | Vert | L'armement | L'alcool | Les jeux d'argent | La pornographie | Les tabacs |
| Molex | US | - | - | - | ! | - | - | - | - |

P=0% Production, D=5% Distribution
Pour l'armement :
0% l'équipement de combat; 5% l'équipement militaire

Molex fournit l'industrie militaire/aérospatiale. Ces produits incluent entre autres les fibres optiques, des produits en cuivre ou des produits de haute performance industriels ou de signal. De tels produits peuvent être utilisés, entre autres, dans des systèmes de détection chimique, des boîtes de contrôle de vol, des systèmes de communication, des équipements de radars ou de missiles.

La société déclare : « L'électronique militaire est l'un de nos marchés en devenir. Nous avons trouvé une série d'applications en électronique pour nos produits concernant le segment du marché appelé COTS (commercial-off-the-shelf). Des produits conçus à l'origine pour les ordinateurs, les télécommunications et le marché automobile peuvent être utilisés de plus en plus dans le domaine militaire. »

Cependant, aucune information n'est disponible quant à la proportion du chiffre d'affaires découlant de la vente de ces composants spécifiques pour l'équipement militaire. Sur la base de la gamme globale de produits de la société, Ethix assume que cette part est inférieure à 5%.

Singapore Airlines – Alcool et tabac

| Emetteur | Pays | Filtrage normatif | | | Filtrage Sectoriel : P=0% Production, D=5% Distribution Pour l'armement : 0% l'équipement de combat; 5% l'équipement militaire | | | | |
|--------------------|------|-------------------|--------|------|---|----------|-------------------|-----------------|------------|
| | | Rouge | Orange | Vert | L'armement | L'alcool | Les jeux d'argent | La pornographie | Les tabacs |
| Singapore Airlines | SP | - | - | - | - | ! | - | - | ! |

La société distribue des boissons alcoolisées qui contiennent un minimum de 2,25% d'alcool et des cigarettes à travers les ventes en duty free. De l'alcool est aussi servi pendant les vols.

La part du chiffre d'affaires découlant de ces activités est estimée à moins de 5%.

OMV AG – Filtrage normatif - Points en suspens

| Emetteur | Pays | Filtrage normatif | | | Filtrage Sectoriel : P=0% Production, D=5% Distribution Pour l'armement : 0% l'équipement de combat; 5% l'équipement militaire | | | | |
|----------|------|-------------------|--------|------|---|----------|-------------------|-----------------|------------|
| | | Rouge | Orange | Vert | L'armement | L'alcool | Les jeux d'argent | La pornographie | Les tabacs |
| OMV AG | AT | - | - | - | - | - | - | - | - |

OMV Ag detient des participations dans des blocs d'exploration onshore au Soudan (bloc 5A et 5B) de 26.125% et 24.5%. OMV a vendu ces deux participations à une société indienne ONGC Videsh Ltd fin 2003. Cependant, OMV, avec son ancien consortium de partenaires, doit faire face à des allégations de complicité dans le passé pour violation grave des droits de l'homme commises par le gouvernement soudanais en rapport avec des opérations du Bloc 5A (alors dirigé par Lundin Petroleum), ainsi que pour des problèmes de pollution. La violation des droits de l'homme, dans le Bloc 5A incluait des déplacements forcés de population et se déroulait pendant la période durant laquelle Swedish Lundin Petroleum détenait la plus importante participation dans le consortium industriel dirigeant la concession. Les sociétés ont aussi fait l'objet de critiques pour leur manque de transparence dans les processus de gestion du risque environnemental. En 2003, Human Rights Watch, une organisation non gouvernementale de premier plan, a demandé aux sociétés de donner les résultats de l'étude sur l'impact environnemental menée par un consultant indépendant. La région est très sensible à ce problème à cause du Nil qui la traverse. Les études menées par la société allemande NGO début 2008 ont montré que l'eau puisée à Rier, un petit village du sud Soudan, était contaminée avec des sels et du nitrate – suggérant une contamination à « l'eau produite » utilisée dans l'extraction du pétrole. L'ancien opérateur du Bloc SA, Lundin Petroleum, a toujours combattu ces allégations.

Panasonic – Armement/Autres équipements militaires.

| Issue | Pays | Filtrage normatif | | | Filtrage Sectoriel : P=0% Production, D=5% Distribution Pour l'armement : 0% l'équipement de combat; 5% l'équipement militaire | | | | |
|-----------|------|-------------------|--------|------|---|----------|-------------------|----------------|------------|
| | | Rouge | Orange | Vert | L'armement | L'alcool | Les jeux d'argent | La pomographie | Les tabacs |
| Panasonic | JP | - | - | - | ! | - | - | - | - |

La société produit de l'équipement électronique et des services associés. Aucune information détaillée n'est disponible concernant l'utilisation militaire de ces équipements et le montant du chiffre d'affaires en provenant.

Les informations disponibles suggèrent que les ventes militaires comptent pour moins de 5% de leur chiffre d'affaires total.

La société n'est pas dans la liste des 20 plus importants partenaires de l'agence japonaise de défense.

Nouveaux titres ayant été refusés dans le portefeuille :

Aucun titre n'a été refusé dans le portefeuille ce trimestre.

Titres sous surveillance retirés du portefeuille :

Aucun titre n'a été retiré du portefeuille durant ce trimestre. ■

Positions japonaises

En 2008, nos positions japonaises se sont relativement bien comportées, surtout grâce à une appréciation du yen. Notre pondération dans ce pays a augmenté à près de 40% et nous avons tiré parti de cette vigueur pour réduire certaines de nos positions. Nous demeurons très optimistes à l'égard de nos positions japonaises mais estimons qu'une exposition de presque 40% est déjà très élevée ; nous avons l'intention de la réduire autour de 30 %. Veuillez noter que les deux nouveaux investissements que nous avons effectués dans les valeurs japonaises au quatrième trimestre sont intervenus suite à la réduction d'autres positions nippones importantes : le contexte actuel du marché pèse sur le cours de nombreuses sociétés de qualité et nous pensons que ce phénomène constitue une excellente opportunité de diversification.

Notre forte exposition au Japon ne résulte pas d'une stratégie *top-down* : nous suivons un processus d'investissement *bottom-up* qui recherche des titres « value » attrayants, où qu'ils soient. Pourquoi avons-nous confiance dans la forte pondération japonaise ayant résulté de ce processus ?

En généralisant un peu, on peut affirmer que les sociétés nipponnes sont souvent gérées avec prudence, surtout pour ce qui est de leur bilan. Les dirigeants des entreprises japonaises ont tiré des leçons essentielles de plusieurs décennies difficiles, ce qui se traduit par un taux d'endettement faible et des investissements prudents. Ainsi, certaines de nos positions disposent de positions nettes en liquidités supérieures à leur capitalisation boursière. Lors des turbulences que nous venons de subir, l'exposition japonaise aux actifs toxiques a été particulièrement faible.

La solidité du bilan est plus que jamais un critère important. Alors qu'un bon nombre de sociétés, dans le monde entier, ont du mal à honorer leurs obligations, les entreprises japonaises sont souvent à même de prouver que les « liquidités sont reines » car elles savent tirer parti de conditions de marché difficiles pour acheter. Sur le marché national, Panasonic est en train de racheter Sanyo Electric et les rumeurs de consolidation majeure dans le secteur de l'assurance vont bon train. A l'étranger, la banque d'investissement Nomura s'est jetée sur des divisions de Lehman Brothers et la grande banque Mitsubishi UFJ a investi dans Morgan Stanley. Aux Etats-Unis, Takeda Pharmaceutical a acheté Millennium Pharmaceutical et l'assureur Tokio Marine a acquis Philadelphia Consolidated. A ceux qui considèrent la population vieillissante de l'Archipel comme un facteur de risque, nous répondons que les entreprises du pays bénéficient d'une précieuse capacité à développer énergiquement leurs marchés à l'étranger.

De plus, ces bilans solides peuvent être acquis à bas prix. En termes absolus, on peut investir dans les indices TOPIX ou Nikkei à un prix inférieur à leur valeur comptable, tout en profitant d'un rendement bénéficiaire supérieur à 8%. En termes relatifs, le Japon semble très bon marché sur la base des ratios cours/valeur comptable ou cours/chiffre d'affaires. S'agissant du ratio cours/bénéfices, le Japon est historiquement un peu plus cher que les autres marchés développés, mais cet écart s'est récemment réduit.

De surcroît, le faible niveau d'endettement constitue l'une des principales raisons de ce ratio cours/bénéfices élevé : si les sociétés japonaises empruntaient davantage, elles pourraient sans doute doper leur bénéfice par action. Reste à déterminer le niveau d'endettement idéal : d'un côté on trouve des entreprises tellement prudentes qu'elles conservent des tonnes de liquidités mais ne génèrent presque aucun bénéfice, de l'autre des sociétés endettées jusqu'au cou, et générant un bénéfice par action très élevé, mais qui s'effondrent facilement dans les périodes difficiles. Nous apprécions la mentalité japonaise : les directions des entreprises de ce pays restent prudentes et sont peu enclines à l'endettement, mais deviennent de plus en plus conscientes du besoin de réaliser des performances solides au niveau de leurs fonds propres.

Les actionnaires nationaux ne cessent d'encourager les directions des entreprises dans cette voie. De nombreux grands fonds de pension japonais votent désormais contre la réélection d'une équipe dirigeante lorsque le rendement des fonds propres de la société concernée reste inférieur à 8% pendant trop longtemps. Les dirigeants des sociétés japonaises tiennent de plus en plus compte des besoins de leurs actionnaires. Ainsi de plus en plus de dirigeants d'entreprises japonaises sont désireux de venir au Danemark pour nous expliquer leurs stratégies. Les rendements perçus par les actionnaires, sous forme de dividendes et de rachats d'actions, sont en forte augmentation.

Il est certain que l'environnement économique actuel n'est pas très brillant au Japon, mais il ne l'est pas non plus dans le reste du monde. L'Archipel est caractérisé par de faibles niveaux d'endettement, tant au niveau des ménages que des entreprises, un chômage relativement bas, une technologie de renommée mondiale dans de nombreux domaines, et il a déjà traversé des périodes difficiles. Ce pays pourrait très bien se relever rapidement et vigoureusement de cette crise. Mais sa capacité à se relever ne nous préoccupe pas outre mesure. Nous restons, comme toujours, des investisseurs *bottom-up* et avons toute confiance dans notre sélection de valeurs japonaises. ■

Charle (Ten Arrows)Echec du *management buyout*

Dans notre dernière lettre, nous faisons part de l'annonce d'un *management buyout* de la société d'habillement japonaise Ten Arrows, qui a d'ailleurs repris son ancien nom depuis : Charle. Le groupe faisant l'objet du *management buyout* a soumis une offre de 800 yens par action et le Conseil d'Administration de Charle a initialement donné son accord, après avoir fait appel à des services d'évaluation externes pour valoriser la société.

Mais il a ensuite été prouvé que le président de la société avait notamment tenté d'influencer les méthodes d'évaluation utilisées par les évaluateurs indépendants. Même si ses actes ne semblent pas avoir eu d'effet majeur sur le prix de l'offre, son comportement a été jugé inacceptable. Le Conseil d'Administration a répondu en prenant des dispositions strictes et en relevant le président de ses fonctions. Le Conseil n'a eu dès lors aucun autre choix que de retirer l'accord qu'il avait donné sur cette offre. Lorsque la période de souscription a été clôturée, le nombre d'actionnaires ayant voté en faveur de l'offre, bien qu'élevé, est tombé en dessous du niveau nécessaire à son acceptation. Il reste à savoir si le groupe faisant l'objet du *management buyout* lancera une nouvelle offre. Si nous avons tout naturellement été déçus par le comportement du président, la décision rapide et nette du Conseil d'Administration nous a rassurés. Charle continue de bénéficier d'un bilan solide et d'une valeur intrinsèque considérable. ■

Perspectives

L'évolution des marchés boursiers a tendance à devancer celle de l'économie sous-jacente, un phénomène qui s'est très certainement concrétisé cette fois-ci. Il ne fait aucun doute que le monde sera confronté, au cours des prochains trimestres, à une récession économique majeure, ce qui se traduira par une chute des taux de croissance et des bénéfices des entreprises à l'échelle internationale. Il n'existe aucun raccourci, aucune solution miracle aux problèmes de l'économie mondiale. Quoiqu'il en soit, une bonne partie de cette débâcle est d'ores et déjà prise en compte dans les cours boursiers. Les marchés actions ont subi de fortes baisses et nos positions en ont également pâti. Plusieurs des sociétés « value » que nous détenons étaient déjà bon marché et le sont devenues davantage, d'autant plus que le pessimisme extrême a incité de nombreux investisseurs à éviter complètement certains secteurs et même certaines catégories de titres en général.

Comment avons-nous donc réagi face à ces marchés volatils ? Citons ici Benjamin Graham: « *Au fond, les variations des cours n'ont qu'une seule signification pour un investisseur sérieux. Elles lui donnent l'occasion d'acheter judicieusement lorsque les prix s'effondrent et de vendre judicieusement lorsqu'ils s'envolent. Le reste du temps, il a tout intérêt à oublier les soubresauts de la Bourse et à se concentrer sur le taux de rendement des dividendes et le résultat d'exploitation des sociétés dans lesquelles il investit* ».

En 2008, nous n'avons donc pas changé notre manière d'agir : nous nous sommes concentrés sur notre processus d'investissement discipliné aussi bien pour nos investissements existants que pour des nouvelles positions potentielles. Nous avons ratissé le marché pour dénicher des actions assorties de décotes attrayantes par rapport à leur valeur intrinsèque. Autrement dit, nous avons profité du climat prévalant à court terme et de la peur ambiante pour acheter de bonnes actions à des prix dérisoires et avons ajouté seize nouvelles positions en 2008, un chiffre relativement élevé pour notre fonds.

Nous avons surveillé rigoureusement nos positions existantes pour vérifier la stabilité de leur valeur intrinsèque. Dans deux cas, Dexia et Agfa, de sérieux doutes nous ont incités à liquider nos participations. Mais pour nos autres positions, le scénario d'investissement demeure extrêmement solide. Même si cela est difficile à croire étant donné le contexte actuel, leurs fondamentaux n'ont pas changé radicalement et leur potentiel à long terme

demeure intact. Les cours boursiers ont certes baissé mais cette baisse ne transforme pas pour autant une bonne société en une mauvaise société.

Pourquoi avons-nous toujours confiance en nos positions ? Tout relève de notre processus d'investissement initial et de la priorité accordée au bilan et à la capacité bénéficiaire à long terme. Ces dernières années, il y a eu beaucoup d'agitation au sujet du coût des fonds propres, ce qui a poussé de nombreuses sociétés à s'endetter davantage. Elles ressentent désormais le fardeau d'un tel endettement et subissent un peu partout dans le monde une sorte de « test de résistance » au niveau de leur santé financière. Pour reprendre un thème de film évoqué dans notre dernière lettre, la situation nous fait penser au sous-marin, dans le film classique « Das Boot », dont la coque grince et gémit sous la pression de l'eau à des profondeurs extrêmes. Notre processus vise à identifier les sociétés aptes à résister à la pression financière des cycles baissiers, à s'en sortir et à générer des bénéfices solides à long terme.

Par exemple, nous éliminons systématiquement les sociétés assorties d'un passif lié à des contrats de crédit-bail ou des régimes de retraite. Ces engagements ne sont pas des dettes en tant que telles mais peuvent exercer des pressions similaires sur le bilan dans les périodes difficiles. Des exemples concrets de ce phénomène sont constatés aujourd'hui. Prenons le cas du distributeur américain Circuit City, une société dans laquelle nous n'avons pas investi, qui a fait faillite début novembre, et qui faisait face à des difficultés provenant à la fois d'un niveau d'endettement élevé et d'obligations de leasing.

Nous ne prétendons pas nier que de nombreuses sociétés, y compris nos positions, sont actuellement confrontées à des bénéfices faibles. Pourtant, les récessions constituent un aspect inévitable de tout investissement. C'est la raison pour laquelle nous avons tellement axé notre processus sur l'évaluation des bénéfices à travers les différents cycles économiques. Sauf si l'on est persuadé qu'il s'agit véritablement de l'apocalypse, le cycle finira bien par s'orienter de nouveau à la hausse. Il ne faut pas oublier qu'historiquement, certaines des années les plus favorables aux investisseurs en actions ont suivi des périodes extrêmement difficiles où les évaluations étaient au plus bas, exactement comme dans la situation actuelle.

Même si l'on tient compte de la révision à la baisse des prévisions de bénéfices à court terme, les actions, de manière générale, et nos positions tout particulièrement, sont bon marché. Les titres des fabricants de machines sont peut-être les plus cycliques et aussi bien l'indice S&P 500 que le TOPIX Machinery s'échangent maintenant 10 fois en dessous de leur ratio cours/bénéfices, ce qui est bien inférieur aux niveaux habituels de planchers cycliques. Le simple fait qu'un bon nombre de sociétés passe chaque mois nos premiers filtres d'évaluation avec succès constitue un autre indicateur du faible niveau des valorisations : nous avons vu ces chiffres s'envoler en 2008. Enfin, examinons l'évaluation même de notre fonds: des ratios cours/valeur comptable de 0,80 et endettement net/fonds propres de tout juste 10,6% (hors valeurs financières). Etant donné les chutes des cours boursiers de l'année dernière, ces faibles valorisations peuvent paraître une bien maigre consolation mais la décote du portefeuille par rapport à sa valeur intrinsèque n'a jamais été aussi élevée, ce qui est un très bon signe en termes de performances futures.

Nous ne sommes aucunement satisfaits de la performance du fonds au cours de l'année passée. Mais nous avons souvent répété que les investisseurs « value » pouvaient parfois passer pour les élèves insensés de la classe et que la condition de la réussite exigeait de la part d'un investisseur qu'il fasse preuve de résistance et qu'il ait confiance en la valeur inhérente à ses positions. Vous devez camper sur vos positions dans les bons

comme dans les mauvais moments car si l'investissement « value » ne génère pas toujours des rendements immédiats, il dégage des performances solides à long terme. La reprise mondiale ne se fera pas en un jour. Les mesures des gouvernements finiront par produire leurs effets mais il est tout aussi vital que les banques recommencent à prêter. Pourtant, même à l'heure actuelle, alors que le sentiment économique est au plus bas, nous sommes convaincus que la vigueur et la faible valorisation de notre portefeuille nous permettront de surmonter cette période difficile et de générer des rendements compétitifs à long terme. ■

Je vous prie d'agréer, cher investisseur, mes salutations distinguées.

Sparinvest Asset Management
Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager

Le 13 janvier 2009

Notes

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.