



## Actions « Value »

### Titres

- Les marchés boursiers en 2009
- Les fluctuations du marché, l'investissement « value » et le risque
- Les fondamentaux de nos positions
- Actions « value » et actions « growth »
- Qualité et évaluation
- Activités de rachat
- Pondérations régionales
- Conclusions

*Cher Investisseur,*

Les deux dernières années ont été très mouvementées avec des conditions économiques et de marchés tumultueuses. À l'heure à laquelle nous écrivons cette lettre, c'est-à-dire en janvier 2010, le contexte s'est nettement amélioré par rapport à celui d'il y a un an. Nous n'avons pas pour habitude de prédire les creux du marché ou de spéculer quant à son évolution dans les mois à venir, mais nous identifions clairement des signes encourageants du contexte économique. Plus important encore, nous sommes convaincus que les perspectives de nos fonds sont très prometteuses, une conviction qui repose, comme toujours, uniquement sur les fondamentaux des sociétés en portefeuille. Dans l'ensemble, nos fonds ont eu des performances entre 20% et 30% en 2009. Il n'empêche que les évaluations des sociétés demeurent extrêmement attrayantes, les prix de marché présentant toujours des décotes significatives par rapport aux valeurs intrinsèques. D'après nous, cette situation est susceptible d'amener d'excellentes performances dans les prochaines années. Comme d'habitude, nous n'essayons pas de deviner le moment où nos positions atteindront leur valeur intrinsèque, nous nous contentons de nous concentrer sur notre process en nous assurant que notre portefeuille est composé de sociétés fortement sous-évaluées. Il s'agit, d'après nous, du meilleur moyen pour obtenir des résultats solides à long terme.

### Les marchés boursiers en 2009

L'année 2008 a, sans aucun doute, été difficile pour les marchés boursiers à mesure que la crise financière se propageait au reste de l'économie et que les bénéfices des entreprises plongeaient. L'exercice 2009 a montré un semblant de reprise, aussi bien des bénéfices que des cours boursiers. Quoiqu'il en soit, ce rebond ne s'est pas opéré en douceur et n'a pas concerné tous les secteurs ni toutes les régions avec la même ampleur (les marchés ont été très volatiles à court terme).

Notre dernière lettre mentionnait une caractéristique majeure de cette période : la « fuite vers les déchets » (dash to trash). Lorsque les mesures d'urgence sont entrées en vigueur, leurs principaux bénéficiaires ont été les sociétés en état de faiblesse, qui connaissaient des difficultés. Pour les survivantes, les aides massives ont inévitablement dopé leur cours boursier. Face à cette vague d'aides, les actions des entreprises robustes assorties de bilans sains et peu endettés qui n'avaient pas vraiment besoin d'assistance extérieure sont souvent restées quelque peu à la traîne. Mais cette tendance a été de courte durée : les mesures d'urgence ne sont pas conçues pour durer. Comme l'a écrit Warren Buffet, « *c'est quand la mer s'est retirée qu'on voit ceux qui se sont baignés nus* ». À mesure que les conditions se normaliseront, les sociétés feront à nouveau face à une situation équitable pour toutes et les acteurs de qualité jouiront des avantages inhérents à la solidité de leur bilan et de leur modèle d'entreprise.

Par ailleurs, les conditions extraordinaires de 2009 ont été caractérisées, comme en 2008, par un état d'esprit « grégaire » encore plus prononcé sur le marché et par des horizons de placement encore plus courts que d'habitude. Nous avons fréquemment été les témoins de variations massives de la performance de régions ou de secteurs entiers, uniquement dictées par le sentiment, les fondamentaux à long terme des entreprises individuelles étant peut-être encore moins considérés que d'ordinaire. Pour des investisseurs comme nous qui sommes concentrés sur la sélection bottom-up de sociétés de qualité, de tels marchés sont à la fois sources d'opportunité et de frustration : opportunité d'acquérir les titres d'excellentes entreprises à des prix défiant toute concurrence, mais frustration de voir des investissements existants pénalisés par le marché alors même que leurs perspectives à long terme n'ont pas changé.

Nous sommes relativement exposés aux segments cycliques tels que l'industrie ou la consommation discrétionnaire, qui ont traversé une période difficile début 2009, surtout en Europe. Sur fond de baisse des chiffres d'affaires et de capacités excédentaires en abondance, nombre d'entreprises ont vu leurs bénéfices se transformer en pertes. À l'époque, les cours de ces titres ne se souciaient pas du lendemain, ce que nous avons considéré comme une exagération pour des sociétés dont les bilans étaient sains et la capacité bénéficiaire solide sur l'ensemble du cycle. Effectivement, à mesure que l'année avançait, les actions cycliques ont opéré un net rebond qui n'est, selon nous, pas terminé si l'on en croit la faiblesse des évaluations de nos positions.

## Les fluctuations du marché, l'investissement « value » et le risque

Il convient de rappeler que Benjamin Graham, le père fondateur de l'investissement « value », a développé bon nombre de ses principes en réaction aux tumultes qui ont secoué les marchés entre 1929 et 1932. Il en va de même pour John Maynard Keynes, surtout connu en tant qu'économiste, mais dont le parcours d'investisseur est un sans-faute. Keynes était initialement adepte du market timing, traquant les hausses et baisses à court terme de certains secteurs. Pourtant, son expérience au début des années 1930 l'a convaincu qu'il ne s'agissait pas là d'une stratégie d'investissement prudente. Son approche a dès lors évolué vers le style « value », son objectif consistant à « *acquérir des titres dont je suis satisfait des actifs et de la capacité bénéficiaire en dernier ressort et dont le prix de marché semble peu cher au vu de ces qualités* ».

Ce principe est au cœur de l'investissement « value », un concept selon lequel chaque société a un prix de marché, mais aussi une valeur intrinsèque, qui correspond à ce qu'elle vaut réellement sur la base de ses actifs et de sa capacité bénéficiaire à long terme. Ces deux mesures ne se correspondent pas toujours, un phénomène que les investisseurs « value » considèrent comme avantageux : lorsque le prix de marché est considérablement inférieur à la valeur intrinsèque, ils peuvent investir avec une grande marge de sécurité. Il arrive alors qu'ils paient, par exemple, 40 cents pour ce qui vaut en réalité un dollar.

Mais comment l'investisseur « value » doit-il réagir à la volatilité des prix des actions qu'il détient déjà ? Dans « *The Intelligent Investor* », Benjamin Graham a introduit la parabole de « M. Marché », que nous vous conseillons de lire, ou de relire. Naturellement, nous préférons tous voir le cours de nos investissements augmenter, mais pour l'investisseur à long terme, ce qui importe, c'est que la valeur intrinsèque soit intacte. Comme l'a écrit B. Graham, « *l'investisseur qui ne prend pas le temps de réfléchir ou qui s'inquiète outre mesure face aux baisses injustifiées de ses positions transforme paradoxalement son avantage de base en désavantage de base* ». Autrement dit, l'investisseur doit se concentrer sur les fondamentaux de ses titres et, si ceux-ci sont encourageants, il ne doit pas se laisser distraire à l'excès par la volatilité à court terme des cours.

Ce comportement est étroitement lié à l'attitude à l'égard du risque. On suppose souvent que le « risque » d'une action se réduit à la volatilité de son cours par rapport à un indice de référence composé d'autres titres. Mais

pour l'investisseur « value », les considérations propres au risque concernent davantage la valeur intrinsèque de chaque position individuelle. Ainsi, si les fondamentaux d'une société demeurent inchangés alors que son cours chute, elle devient en fait moins risquée.

Prenons un exemple : en 2002, nous avons investi dans De Vere Group. L'entreprise présentait un ratio cours / valeur comptable de 0,5 et nous avons acquis nos premières actions à 3,76 GBP, avec une valeur intrinsèque prudemment estimée entre 7,50 et 8,00 GBP sur la base de la valeur de ses hôtels. Après l'achat, le cours est encore tombé à environ 2,50 GBP et nous avons renforcé notre position. La plupart des investisseurs considérerait probablement l'action comme plus volatile, et donc plus risquée. Pour nous, le groupe offrait alors une marge de sécurité encore plus élevée, et donc un risque moindre. Il disposait de liquidités positives, distribuait des dividendes et présentait un endettement limité au vu de ses positions immobilières significatives. En juin 2006, la société a accepté une offre finale de rachat soumise par le promoteur immobilier Richard Balfour-Lynn, qui évaluait son action à 8,75 GBP.

Comme l'a écrit Benjamin Graham, « *le risque réel d'un investissement se mesure non pas par le pourcentage de baisse qu'une action peut subir par rapport au reste du marché pendant une période donnée, mais par le risque que l'entreprise ne perde de sa qualité et de sa capacité bénéficiaire à la suite de changements économiques ou d'une détérioration de son équipe de direction* ».

### **Les fondamentaux de nos positions**

Naturellement, vu la difficulté du contexte de ces deux dernières années, nombre de sociétés ont vu leurs résultats tomber dans le rouge et leur bilan peiner. Peut-on en conclure que leur valeur intrinsèque a souffert ? Pas nécessairement.

Peut-être parce qu'il est un « enfant de la Grande dépression », l'un des principaux avantages de l'investissement « value » tient à son scepticisme inhérent. Il ne table pas sur un avenir économique parfait et intègre la survenue de cycles baissiers. Lorsque nous parlons d'investir dans des sociétés solides, cela ne signifie pas qu'elles ne connaîtront jamais aucun revers. De telles entreprises n'existent pas. En revanche, nous supposons que chacune d'entre elles traversera des moments difficiles et nous recherchons celles dont la solidité leur permettra de s'en sortir indemnes. Pour évaluer la valeur intrinsèque d'investissements potentiels, nous examinons la

capacité bénéficiaire sur l'ensemble du cycle, c'est-à-dire que notre évaluation initiale tient compte des mauvais exercices comme des bons.

Normalement, les replis ne doivent pas nous surprendre. Plus important encore, ils ne doivent pas être assimilés à une détérioration de la valeur intrinsèque de nos positions. Mais naturellement, nous surveillons leurs effets de près. Il est vrai que l'ampleur de la récente récession a été extrême et qu'elle a causé des dommages graves et durables au business model d'une petite minorité de nos positions que nous avons donc abandonnées. Cependant, notre processus intègre le fait que certains scénarios d'investissement peuvent mal tourner et c'est pourquoi nos portefeuilles sont diversifiés.

Pour la grande majorité de nos sociétés, toutefois, les business models et les valeurs intrinsèques demeurent intacts. La solidité de leur bilan les a bien aidées. Certaines ont vu leurs concurrents contraints de mettre la clé sous la porte, ce qui peut créer des opportunités à long terme. La plupart de nos positions ont subi un net repli de leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices, mais les réactions de leurs équipes de direction nous ont impressionnés. Des mesures généralisées de réduction des coûts ont été mises en œuvre, les entreprises cherchant à réduire leurs frais aussi bien fixes que variables. Si certaines de ces réductions de coûts seront inversées dès que l'amélioration du chiffre d'affaires le permettra, les dirigeants semblent globalement déterminés à conserver une structure de coûts plus rationnelle à l'avenir.

Il convient de noter que cette réaction a été constatée dans toutes les régions dans lesquelles nous investissons, y compris au Japon. Certains clichés veulent que les dirigeants japonais réagissent avec lenteur. Nous n'avons pas eu cette impression lors de la dernière récession, si l'on en croit nos propres positions dans l'Archipel ou l'ensemble de l'univers. Les chiffres d'affaires se sont effondrés fin 2008 et en 2009, entraînant une forte baisse des marges bénéficiaires au premier trimestre 2009. Depuis, les marges bénéficiaires ont connu un redressement rapide malgré l'amélioration moins prononcée des chiffres d'affaires. Pour l'essentiel, les bénéfices ont dépassé les prévisions, mais les entreprises envisagent l'avenir avec prudence, s'efforçant de maintenir les coûts à un bas niveau. Cet état d'esprit pourrait les mettre dans une position très favorable à mesure que la demande mondiale augmentera.

## Actions « value » et actions « growth »

Il est également important d'envisager le contexte plus large des actions « value » par rapport aux actions « growth ». Nos investissements visent à générer des performances solides à long terme. Or de nombreuses recherches, aussi bien récentes que plus anciennes, ont montré que le style « value » surperformait son équivalent « growth » dans le temps. Il existera naturellement des épisodes pendant lesquels les titres « growth » mèneront la danse. Ainsi, en 2007 et 2009, l'indice MSCI World Growth a surperformé l'indice World Value et en 2008, tous deux ont pareillement été malmenés.

Les investisseurs « value » doivent-ils s'inquiéter de quelques années de surperformance du style « growth » ? Absolument pas. Ces périodes doivent être prévues et ne modifient en rien la supériorité à long terme des actions « value » en tant que classe d'actifs. De surcroît, il est important de ne pas tomber dans le piège de la spéculation quant à l'échéance de telles périodes : un tel market timing risque d'affecter les performances à long terme. Eugene Shahan a mené une étude intéressante sur sept gestionnaires de fonds « value » que Warren Buffet considère comme des « super-investisseurs ». Il a noté qu'ils avaient tous les sept nettement surperformé les indices Dow Jones et S&P 500 à long terme même si tous avaient connu de brefs épisodes de contre-performance. Cependant, on constate que même avec l'aide d'un rétroviseur, il aurait été très difficile de prévoir le début et la fin de ces épisodes. Autrement dit, le meilleur moyen de profiter de leur surperformance à long terme aurait été d'adopter une stratégie buy-and-hold (acheter pour conserver).

## Qualité et évaluation

Examinons certaines mesures d'évaluation et certains ratios financiers de nos titres qui nous semblent donner un bon aperçu de la qualité de nos portefeuilles. Comme toujours, des détails spécifiques à chaque fonds figurent dans les points trimestriels, mais citons ici l'exemple du fonds Sparinvest Global Value. Bien qu'ayant naturellement progressé en ligne avec les cours boursiers, ses évaluations demeurent extrêmement attrayantes. Si l'on cumule ses positions pour présenter le fonds comme une action unique, on obtient un ratio cours / valeur comptable de tout juste 0,97 fois, contre 2,11 fois pour l'indice MSCI World. Sur la base des évaluations liées aux bénéfices, le fonds présente un ratio valeur d'entreprise / EBITDA (excédent brut d'exploitation) de 3,3 fois les estimations 2009 de Bloomberg et 2,7 fois les estimations 2010, contre 8,2 fois et 7,1 fois respectivement pour le MSCI World. Sa vigueur financière est elle aussi impressionnante : le fonds dispose d'un ratio endettement net / fonds propres de 25%, contre 62% pour l'indice et d'un ratio immobilisations incorporelles / fonds propres de 17%, contre 53% pour l'indice.

## Activités de rachat

Les fusions-acquisitions ont toujours constitué un facteur important pour nos fonds. Après le rachat de notre position informatique allemande IDS Scheer au trimestre dernier, le quatrième trimestre a vu le géant mondial de l'électronique Canon lancer une offre sur le Néerlandais Océ, dans lequel l'un de nos fonds « value » investit. Nous abordons cet événement plus en détail dans le point trimestriel sur les fonds concernés, mais il est encourageant de voir que les acheteurs industriels sont enfin sortis de leur torpeur. Nous estimons par ailleurs que cette opération constitue un nouvel exemple de société japonaise qui utilise la solidité de son bilan pour se développer à l'étranger.

Les activités de rachat augmentent donc progressivement, mais nous sommes encore loin d'une normalisation. Elles se développeront encore inexorablement au fur et à mesure de l'amélioration des conditions économiques et financières. À compter de fin 2008, nombre de sociétés à travers la planète ont gelé leurs activités de fusions-acquisitions, ce qui leur a permis de préserver leurs liquidités afin de survivre à la crise. Certaines ont à présent recommencé à dépenser et encore plus nombreuses sont celles qui s'adonnent au lèche-vitrines, en quête d'acquisitions potentielles. Les acheteurs financiers tels que les fonds de private equity mettront probablement plus de temps pour renouer avec les niveaux d'activités auxquels ils nous avaient habitués ces dernières années. Au fil des ans, nous avons vu bon nombre de nos positions rachetées et nous pouvons affirmer que notre portefeuille actuel contient des cibles potentielles extrêmement attrayantes pour des acheteurs tant industriels que financiers. N'oubliez pas en outre que plusieurs de nos positions sont susceptibles de s'appuyer sur la solidité de leur bilan pour procéder elles-mêmes à des acquisitions, c'est-à-dire de se servir de leurs liquidités pour exploiter les déboires de leurs concurrents et acheter des actifs ou des entreprises à des prix avantageux. Nous pensons qu'en tant qu'acheteurs ou en tant que cibles, beaucoup de nos positions auront l'occasion de participer à des opérations de fusions-acquisitions très intéressantes dans les années à venir.

## Pondérations régionales

Parmi nos fonds mondiaux, nous continuons à surpondérer l'Europe et le Japon et à sous-pondérer l'Amérique du Nord. Il ne s'agit pas là d'une décision top-down stratégique. Nous appliquons notre processus analytique strictement bottom-up à notre univers mondial d'investissements potentiels et investissons dans les scénarios les plus prometteurs. Nos pondérations régionales sont tout simplement le résultat de ce processus. Par conséquent, leur évolution dans les prochaines années dépendra des régions et des secteurs dans lesquels nous identifierons les scénarios d'investissement « value » les

plus intéressants.

Naturellement, notre analyse de chaque société tient compte des facteurs macroéconomiques ou externes qui l'affectent. Lorsque nous évaluons la valeur intrinsèque, nous émettons des hypothèses prudentes et n'investissons que si le prix de marché est nettement inférieur à ladite valeur. Autrement dit, quelle que soit la région dans laquelle se trouvent nos positions, les scénarios d'investissement ne reposent pas sur un contexte macroéconomique positif susceptible d'aider les sociétés. Aussi ne sommes-nous pas surexposés à l'Europe et au Japon en raison d'un optimisme prononcé à l'égard de leur environnement macroéconomique, tout comme nous ne sous-pondérons pas les États-Unis à cause d'une opinion particulièrement négative de leur économie.

Cela signifie que nos pondérations régionales ou sectorielles peuvent varier considérablement par rapport à celles des indices de référence, ce qui peut naturellement avoir un effet sur notre performance relative à court terme. Quoi qu'il en soit, nous pensons qu'il est essentiel pour notre processus d'investissement de ne pas être dicté par nos sentiments à court terme à l'égard d'une région ou d'un secteur particulier. Comme nous l'avons mentionné plus haut, nous faisons la part belle aux sociétés industrielles européennes qui ont démarré 2009 dans un contexte de pessimisme extrême et de faiblesse des cours boursiers, avant de se redresser plus tard dans l'année. Le Japon est un autre exemple de pondération élevée due à notre process « value ». Parmi les marchés développés, les actions japonaises ont mené la danse pendant la majeure partie de l'année avant de faiblir à partir de l'automne. À la fin de l'année, l'indice MSCI Japan avait considérablement sous-performé le MSCI World. Plusieurs explications nous semblent possibles pour justifier ce revirement à court terme et nous identifions aussi les moteurs potentiels d'un nouveau renversement de situation, mais de telles considérations sont très éloignées de nos préoccupations d'investisseurs « value ».

Nous n'envisageons pas l'investissement en termes haussiers ou baissiers pour une région donnée. Ce qui importe, ce sont les facteurs spécifiques affectant nos positions individuelles. En étudiant l'impact du contexte macroéconomique du Japon sur nos positions spécifiques, on identifie des facteurs aussi bien positifs que négatifs, qui sont naturellement inclus dans notre évaluation de la valeur intrinsèque de nos investissements dans le pays. Il convient en outre de noter que ces dernières années, le Japon, comme toutes les autres régions, a connu des périodes de surperformance et de sous-performance significatives par rapport à d'autres régions, mais que sur l'ensemble de la décennie écoulée, il affiche une performance globalement conforme à celle de l'indice MSCI World et supérieure à celle des États-Unis. Ni le

Japon, ni aucune des autres régions dans lesquelles nous investissons beaucoup, ne recèlent selon nous de caractéristiques uniques susceptibles de nous faire renoncer à notre stricte approche bottom-up, pour nous laisser guider par le sentiment du marché.

## Conclusions

Alors que 2009 vient de se terminer, les raisons d'être optimistes ne manquent pas. En dépit de leurs hausses de l'an passé, nos fonds offrent des valorisations faibles et un potentiel considérable. Nous identifions au moins quatre facteurs ayant clairement porté préjudice à nos fonds l'année dernière et qui pourraient bien leur servir de moteurs à l'avenir même si, bien sûr, nous ne tenterons pas de prévoir l'évolution des marchés en 2010.

Premièrement, 2009 a été caractérisée par une surperformance des actions « growth » par rapport aux titres « value », un phénomène qui ne nous inquiète pas. Les courtes périodes pendant lesquelles les actions « growth » surperforment ont toujours existé, mais le schéma à long terme reste clair : les actions « value » offrent les performances les plus solides à plus longue échéance. Deuxièmement, le marché des fusions-acquisitions a été frappé de plein fouet par la crise et même s'il commence à reprendre du poil de la bête, il ne fonctionne pas encore à plein régime. Historiquement, nos fonds ont constitué de riches terrains de chasse pour les acheteurs aussi bien financiers qu'industriels et une étude rapide de nos portefeuilles actuels révèle de nombreuses cibles attrayantes. Le troisième facteur est lié au Japon, qui a sous-performé pendant les derniers mois de 2009. Nous avançons plusieurs explications possibles à la faiblesse récente de l'Archipel, ainsi que divers facteurs susceptibles d'y remédier, mais ces considérations sont trop éloignées de nos préoccupations d'investisseurs « value ». Ce que nous pouvons en revanche affirmer, c'est que nous avons surveillé de près nos investissements dans d'autres régions ainsi que les facteurs macroéconomiques qui les affectent et que nous demeurons positifs quant à leurs perspectives : les valeurs intrinsèques sont robustes. Enfin, n'oublions pas que la qualité n'a pas toujours été récompensée en 2009. Des entreprises faibles ont progressé, les investisseurs étant soulagés de les voir survivre ou être sauvées, tandis que des sociétés peu endettées qui n'avaient besoin d'aucune aide n'ont souvent pas été récompensées par les marchés. Cependant, à mesure que les conditions se normalisent, la qualité se fera reconnaître et les acteurs financièrement solides en profiteront. Lors des effondrements majeurs de 2008 et du rebond de 2009, la qualité individuelle a été un peu laissée de côté, mais nous savons qu'à long terme, les entreprises de qualité seront récompensées.

L'histoire a montré qu'il était relativement futile de tenter de deviner le moment où les actions atteindront leur

valeur intrinsèque et chez Sparinvest, nous n'avons pas de boule de cristal. Nous sommes fermement convaincus qu'à long terme, il n'est pas vraiment dans l'intérêt des investisseurs d'être esclaves du sentiment du marché. Nous préconisons en revanche la patience et le maintien d'une discipline rigoureuse appliquée à notre processus car on sait que la philosophie d'investissement « value » a résisté à l'épreuve du temps. Par conséquent, nous filtrons et analysons les sociétés d'un point de vue fondamentalement bottom-up, évaluons leur valeur intrinsèque sur la base de leur capacité bénéficiaire sur l'ensemble du cycle et de l'adossement à des actifs pour n'investir que dans des entreprises dont les prix de marché présentent une décote significative par rapport à cette valeur intrinsèque. Les investisseurs dans nos fonds possèdent un portefeuille diversifié de sociétés de qualité bénéficiant d'historiques solides et de ratios financiers sains, qui sont en outre bien placées pour

affronter les années à venir. Nous avons confiance dans les perspectives à long terme de nos fonds.

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

**Jens Moestrup Rasmussen**

Lead Portfolio Manager

Le 8 janvier 2010

## Equipe « Value » de Sparinvest



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager



**David Orr**  
Portfolio Manager



**Kasper Billy Jacobsen**  
Lead Portfolio Manager



**Jeroen Bresser**  
Equity Analyst



**Per Kronborg Jensen**  
Senior Portfolio Manager



**Trine Uggerhøj**  
Equity Analyst

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.