



## Titres

- 2012 - Bilan
- Performance du Global Value Fund
- Les raisons d'être optimistes 1 – Europe
- Les raisons d'être optimistes 2 – Japon
- Les raisons d'être optimistes 3 – Fondamentaux et fusions-acquisitions
- De fervents partisans du style Value
- Conclusion

### Nos fonds Actions « Value »

Fonds	Code ISIN
Emerging Markets Value	LU0760183672
Ethical Emerging Mkts Value	LU0760183912
Ethical Global Value	LU0362355355
European Small Cap Value	LU0256591552
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

L'information détaillée est disponible à l'adresse [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu).

- [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

## Actions « Value »

*Cher investisseur,*

### 2012 - Bilan

Après avoir recherché de la valeur pendant quatre ans dans le sillage de la crise mondiale du crédit, le portefeuille de notre Global Value Fund est – sans surprise – surexposé aux domaines les plus négligés et les moins populaires du marché, dans lesquels nous identifions les meilleures affaires.

Etant donné que l'exercice 2012 a été une fois de plus marqué par une volatilité en dents de scie et par des oscillations entre aversion et goût pour le risque dictées par la macroéconomie, nous savons bien que ces douze derniers mois n'ont pas été très agréables, le fonds ayant largement dépassé l'indice en début d'année, pour terminer sur une sous-performance. Mais nous avons connu deux périodes positives – l'une au début et l'autre à la fin de l'année – pendant lesquelles la stratégie Value et notre fonds ont enregistré une nette surperformance, alimentant les espoirs quant à l'avenir.

### Performance du Global Value Fund

Pendant les deux premiers mois de l'année, nous avons profité d'un regain d'intérêt (de courte durée) pour les fondamentaux, le fonds dépassant alors rapidement le MSCI World de plus de 6 %.

Mais de mars à la mi-novembre, les craintes macroéconomiques liées à l'Europe sont réapparues, alors même que le sentiment à l'égard du Japon souffrait de l'appréciation extrême du yen. La perte d'appétit pour le risque a poussé les investisseurs boursiers dans une direction opposée à la nôtre, vers les titres considérés comme des « valeurs sûres ». Ils se sont ainsi précipités sur les Etats-Unis et les valeurs vedette plus défensives,

dont beaucoup présentaient des évaluations supérieures à notre fourchette de prix (et notre zone de confort). Face à ce revirement soudain, le fonds a perdu du terrain et s'est retrouvé en retrait d'environ 8 % par rapport à l'indice pendant l'été.

Puis, au dernier trimestre, alors que les Etats-Unis fonçaient vers leur « mur budgétaire », les investisseurs ont commencé à se rendre compte de l'existence d'autres options d'investissement régionales, réalisant à cette occasion que l'Europe et le Japon avaient peut-être été trop sévèrement punis. Alors, grâce à la performance solide du quatrième trimestre, le fonds a récupéré une grande partie du terrain perdu pendant l'été, finissant sur un rendement à deux chiffres de 10,78 %. Ce résultat ne lui a toutefois pas permis de rattraper le MSCI World, qui a progressé de 14,05 % sur la période.

Notre processus Value comprend une sélection minutieuse d'investissements de qualité à long terme dans les domaines les moins onéreux des marchés mondiaux, tels que mesurés à l'aune de facteurs classiques comme les rapports cours / valeur comptable et cours / bénéfiques ainsi que le rendement des dividendes. Cette approche peut entraîner des divergences considérables par rapport aux expositions régionales de l'indice.

	<b>GVF</b>	<b>MSCI World</b>
<b>Japon</b>	27,32 %	8,64 %
<b>Etats-Unis</b>	15,7 %	53,37 %
<b>Europe occ.</b>	49,32 %	26,94 %

Exposition régionale moyenne en 2012.

A long terme, la surperformance des actions Value est dictée par les corrections des anomalies de prix sur le marché, à mesure que les investisseurs se tournent vers les titres sous-évalués. Ces dernières années, les fluctuations macroéconomiques ont souvent accaparé l'attention, au détriment des évaluations boursières – et ce phénomène a fini par affecter la performance en 2012. Mais il a été encourageant d'observer des débuts de signes indiquant que l'attention du marché finirait par se porter sur les évaluations. Nous l'avons constaté au niveau des actions individuelles début 2012 et au niveau géographique en fin d'année.

## Les raisons d'être optimistes 1 – Europe

Nous détenons une vaste sélection de sociétés européennes sous-évaluées assorties de bilans solides, d'actifs de valeur et d'un potentiel de renouement avec

des historiques bénéficiaires robustes une fois la récession terminée. Nos positions restent bon marché mais un certain nombre de facteurs viennent alimenter notre optimisme quant à l'avenir de notre exposition européenne.

Les efforts en cours de résolution de la crise financière mondiale ne sont peut-être pas toujours couronnés de succès, mais nous estimons qu'un retour à la moyenne est inévitable dans les régions, secteurs ou sociétés dont les sous-évaluations ont été exagérées.

Depuis la déclaration de Mario Draghi cet été, selon laquelle la BCE ferait « tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro », le sentiment européen a fait l'objet d'un profond revirement. Alors que des conditions plus calmes règnent désormais, les investisseurs commencent à se rendre compte de la mesure dans laquelle l'Europe a été survendue, les craintes macroéconomiques ayant fait glisser les cours boursiers bien en dessous du niveau justifié par les fondamentaux des entreprises. Nous sommes d'avis que les actions européennes conservent un potentiel intéressant de nouvelle réévaluation.

## Les raisons d'être optimistes 2 – Japon

Fin 2012, les élections japonaises ont ramené au pouvoir le Parti libéral démocrate, traditionnellement favorable au marché, dirigé par Shinzo Abe. M. Abe a rapidement signalé son intention d'adopter une politique budgétaire bien plus accommodante avec deux objectifs précis : mettre fin à la déflation (positif pour les banques du pays) et affaiblir le yen (positif pour les exportateurs japonais). Il a par ailleurs annoncé un programme de dépenses de 117 milliards d'USD, le plus vaste plan de relance adopté par le Japon depuis le début de la crise financière.

Cette preuve sans équivoque de la nouvelle volonté politique est peut-être le phénomène le plus important constaté au Japon depuis plus de huit ans et pourrait représenter un réel « changement de la donne ». La route reste longue et la nouvelle administration n'en est qu'à ses débuts, mais la réaction particulièrement positive du marché à la perspective de l'« Abenomie » montre à quel point le Japon était ignoré de tous, sauf des investisseurs Value les plus engagés.

Nombre de sociétés japonaises n'ont pu se montrer compétitives à l'international en raison de la vigueur du yen. Un affaiblissement de la monnaie nipponne devrait leur permettre de sortir de l'obscurité en mettant au jour leurs nombreux atouts. De même, l'injection d'argent dans les projets d'infrastructure nationaux créera des emplois et

des opportunités qui pourraient ajouter environ 1 % au PIB de la nation. Il est fort possible que l'Abenomie nécessite une hausse de la dette japonaise, mais elle pourrait aussi être la clé du redémarrage économique.

### Les raisons d'être optimistes 3 – Fondamentaux et fusions-acquisitions

En 2013, nous espérons que les fondamentaux seront davantage à l'honneur sur le marché des actions, motivant une sélection plus judicieuse des titres et donc une concentration sur les mesures Value classiques.

La multiplication des fusions-acquisitions a tendance à amplifier ce phénomène, selon un cercle vertueux dans lequel les niveaux accrus de rachats réels attirent plus l'attention sur les évaluations des entreprises en général. Les entreprises et le private equity disposent encore d'abondantes liquidités inutilisées et réservées aux fusions-acquisitions. Si le nombre de transactions est resté soutenu aux Etats-Unis et au Japon en 2012, l'activité s'est écroulée en Europe, tombant aux planchers observés en 2009. Aussi les marchés boursiers de la région n'ont-ils pas profité de l'effet « dose de réalité » que les opérations de rachat peuvent avoir sur les évaluations des sociétés.

Quoi qu'il en soit, trois sociétés ont quand même quitté le Global Value Fund à l'issue d'offres de rachat : Benetton, Guyenne et Gascogne et Douglas. Nous restons par conséquent convaincus que notre portefeuille est bien placé pour profiter des reprises futures de l'activité de fusions-acquisitions.

### De fervents partisans du style Value

Même si nous investissons parfois fortement dans des domaines spécifiques lorsque les actions sont bon marché et prometteuses, nous ne nous engageons pas de manière permanente en faveur d'une région ou d'un secteur. Notre seul engagement consiste à rechercher de la valeur au sein de sociétés individuelles et dans cette optique, nous avons des cibles sur tous les marchés. En effet, lors du récent repli du marché américain dû aux inquiétudes politiques, certaines sociétés ont vu leur cours boursier chuter de 40 %-50 %. Un tel scénario pourrait typiquement placer de nouvelles entreprises américaines dans notre ligne de mire Value.

Mais n'oublions pas que l'achat d'une action correspond en fin de compte à une participation dans les bénéfices futurs d'une société. Sur un marché mondial, le domicile d'une société revêt une importance de plus en plus secondaire par rapport à la finesse avec laquelle elle

s'adapte aux changements et déploie ses actifs. La gestion d'une société a pour objectif de générer des bénéfices et ce sont ces bénéfices qui se traduisent par des emplois et par la croissance économique. Les entreprises mûres dotées d'un historique de génération de bénéfices réguliers sur des cycles économiques entiers ne doivent jamais être ignorées pendant les replis à court terme. Certes, leurs actifs peuvent devenir temporairement sous-évalués, mais tant que leur modèle d'affaires reste intact, leurs produits et services pertinents et leur capacité de production flexible, nous savons qu'elles disposent d'un potentiel de bénéfices futurs.

Chez Sparinvest, nous nous en sommes toujours tenus à notre opinion simple selon laquelle un investissement réussi consiste à acheter des sociétés de qualité au bon prix – quels que soient les comportements des autres. A chaque fois que le marché est confronté à une nouvelle quantité inconnue, qu'il s'agisse des nouvelles technologies dans les années 1990 ou de la crise actuelle du crédit qui a démarré en 2008, ses prix peuvent faire l'objet d'inefficacités temporaires qui mettent les investisseurs comme nous en position difficile tout en leur offrant des opportunités d'achat.

### Conclusion

Pendant l'essentiel de l'exercice 2012, nous avons eu l'impression de traverser le désert sans rencontrer aucune forme de vie. Mais, tout comme les chameaux, les investisseurs Value sont d'une race hardie et têtue et semblent souvent n'en faire qu'à leur tête. Le bref rappel de la capacité du marché à se concentrer à nouveau sur les fondamentaux en janvier et février a suffi à nous faire tenir jusqu'à la mi-novembre, date à laquelle nous avons atteint une autre oasis dans laquelle les investisseurs se sont apparemment souvenu que les marchés mondiaux offraient plus de choix aux adeptes du risque que les simples titres défensifs américains ou *blue chip*.

En 2013, nous pensons que l'appétit pour le risque réapparaîtra progressivement et que les investisseurs se montreront plus judicieux, ce qui devrait doper les marchés boursiers à l'échelle mondiale. Nous pouvons espérer par ailleurs qu'un recours accru à la sélection des titres, soutenu par l'activité de fusions-acquisitions, permettra aux fondamentaux de regagner le devant de la scène, profitant à notre style Value classique.

*Veillez agréer, cher investisseur, l'expression de mes salutations distinguées.*

**Jens Moestrup Rasmussen**

Chief Portfolio Manager

18 janvier 2012

### 'L'équipe « Value » de Sparinvest'



Rangée supérieure, 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**  
Equity Analyst

Rangée inférieure, 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:*



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, au document d'informations clés pour les investisseurs 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/représentants agréés, tout comme les statuts d'origine de la SICAV 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 garantant 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 Investor Services Bank S.A., Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest SA, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.