



Lettre trimestrielle – Actions Value

T4 2014

Cher investisseur,

Le terme « pays de Dieu » est souvent utilisé pour désigner les Etats-Unis, surtout par les Américains. Alors qu'une nouvelle année commence, nombre d'investisseurs en actions considèrent probablement le marché américain en 2014 comme le « marché de Dieu ». Nous avons vu le S&P 500 atteindre de nouveaux sommets, son segment « Valeurs vedette » semblant résister à tout, et notamment aux turbulences mondiales de la fin 2014.

L'anxiété globale des investisseurs mondiaux s'est accrue en fin d'année sur fond d'évolution économique atone dans la zone euro, au Japon et en Chine. Les risques géopolitiques se sont en outre intensifiés : l'Etat islamique a causé des troubles au Moyen-Orient, les relations de l'Europe avec la Russie se sont détériorées et le virus Ebola a dévasté l'Afrique de l'Ouest, pour ne citer que quelques phénomènes.

Disparités entre les marchés

Malgré ce contexte, le marché américain a continué de se redresser, laissant le reste du monde derrière lui. Aussi le quatrième trimestre a-t-il été difficile pour les investisseurs comme nous qui privilégiaient l'Europe et le Japon. Aussi bien les performances que les évaluations des actions se sont montrées de plus en plus dispersées ces derniers mois à mesure que la hausse régulière des actions américaines continuait d'attirer des capitaux. Stimulé par ces investissements, le dollar américain a poursuivi son appréciation face à l'euro et au yen.

La tendance négative qui a caractérisé l'évolution de notre fonds par rapport à l'indice de référence a démarré au troisième trimestre et s'est maintenue au trimestre suivant, surtout en raison de l'absence d'exposition au dollar et au marché boursier américain, tous deux en hausse. A elle seule, cette tendance a été responsable d'environ 70 % de notre sous-performance relative sur l'exercice. Avec le recul, notre portefeuille aurait dû être davantage exposé aux actifs en USD, mais d'un autre côté, une grande partie du marché boursier américain semblait « évaluée à la perfection » au début du second semestre 2014. La conférence sur l'investissement Value à laquelle nous avons assisté à New York en septembre nous a plutôt confortés dans notre idée selon laquelle les Etats-Unis étaient, en général, un marché onéreux, alors que l'Europe offrait de nombreuses opportunités de placements longs traditionnels intéressantes. Le profil global de nos portefeuilles n'a pas beaucoup changé pendant le trimestre et les principales caractéristiques géographiques des fonds mondiaux sont restées identiques, avec une surexposition relative à l'Europe et au Japon aux dépens des Etats-Unis.

Mais la fin 2014 n'a pas seulement été marquée par une forte surperformance des Etats-Unis face aux autres régions. Une comparaison des petites et des grandes capitalisations ainsi que des actions Value et Growth révèle des divergences dans ces deux domaines également, un phénomène mondial aussi constaté aux Etats-Unis. En utilisant les données de Kenneth French pour construire une grille stylistique, on voit que les actions Value et des petites capitalisations ont nettement sous-performé sur l'exercice.

Marchés mondiaux, de juin 2014 à décembre 2014

Petites capitalisations

	-11,8 %	-12,0 %	-8,3 %	-10,5 %	-10,6 %	
	-3,8 %	-5,1 %	-6,5 %	-8,9 %	-14,1 %	
Growth	-1,2 %	-5,3 %	-7,6 %	-9,9 %	-8,9 %	Value
	-0,7 %	-3,8 %	-6,3 %	-5,9 %	-11,6 %	
	1,2 %	-0,7 %	-6,1 %	-6,8 %	-6,5 %	

Grandes capitalisations

Marchés américains, de juin 2014 à novembre 2014

Petites capitalisations

	-11,0 %	-2,7 %	-6,2 %	-4,0 %	-4,1 %	
	2,1 %	0,2 %	-1,2 %	-3,3 %	-11,6 %	
Growth	6,3 %	-0,5 %	-3,9 %	-5,3 %	-3,8 %	Value
	7,5 %	-1,4 %	2,6 %	-2,2 %	-7,2 %	
	9,2 %	4,9 %	6,6 %	-1,5 %	0,3 %	

Grandes capitalisations

Pour un fonds Value dont la capitalisation boursière moyenne correspond à environ un tiers de celle de l'indice de référence, cette performance de style n'a pas été sans conséquence sur le résultat relatif. De même, les marchés ont vu les secteurs « similaires aux obligations » tels que la santé, les services aux collectivités et les biens de consommation de base exceller à mesure que les rendements obligataires reculaient outre-Atlantique, comme nous en avons parlé dans de précédentes lettres trimestrielles.

Cet écart des performances et des évaluations a également des effets sur les investissements potentiels futurs. Suite à leurs avancées, les actions américaines sont devenues encore plus onéreuses. Il existe cependant des opportunités individuelles et nous sommes parfaitement disposés à relever notre exposition aux Etats-Unis et au dollar américain lorsqu'elles se présenteront. En effet, le Sparinvest Global Value a récemment procédé à de nouveaux investissements dans deux actions américaines : Regions Financial, une

banque, et Ascena Retail Group, qui gère une chaîne nationale de boutiques de vêtements pour femmes.

Défis européens

A l'heure où les actions européennes ont une fois de plus fortement sous-performé sur le trimestre, notamment en raison de l'évolution des changes précitée, la situation fait penser à 2011, période à laquelle les actifs européens étaient considérés comme toxiques, les marchés réagissant davantage aux événements macroéconomiques ou à l'endroit où elles réalisaient leurs bénéfices qu'aux fondamentaux des entreprises. Il ne faut pas oublier qu'un investissement en actions expose l'investisseur à une société et non à un pays. Au lieu de faire la part belle au domicile ou au lieu de cotation d'une société, nous nous penchons sur la source de ses revenus. En début d'année, nous étions tout simplement convaincus de pouvoir trouver en Europe des sociétés du même calibre qu'un grand nombre d'entreprises domiciliées aux Etats-Unis à un prix toutefois inférieur. L'orientation des portefeuilles mondiaux vers les sociétés domiciliées en Europe a eu un impact négatif majeur sur la performance trimestrielle par rapport à l'indice de référence.

Selon nous, les investisseurs en quête d'un potentiel de croissance à un prix très intéressant ne doivent pas se laisser effrayer par le malaise économique européen. Certes, la croissance économique a ralenti sur le vieux continent et nous comprenons que les investisseurs soient préoccupés par l'association d'une croissance lente et d'une inflation faible. Et il existe un risque certain que l'économie européenne ne se détériore encore avant de se redresser. Heureusement, la Banque centrale européenne semble reconnaître ce risque et a fait part de son intention de doper la relance monétaire. Il existe naturellement des risques d'exécution, mais nous pensons que les nouvelles mesures de stimulation économique pourraient éviter la déflation à la zone euro. De plus, une reprise progressive de l'économie européenne pourrait permettre aux actions européennes cycliques dans lesquelles nous avons investi de se redresser davantage.

Les progrès du Japon

Nous avons couvert l'amélioration des fondamentaux japonais en détail dans de précédentes lettres. Les données économiques récentes se sont montrées relativement faibles, une évolution qui était toutefois prévue, dans une certaine mesure, après que le Japon eut augmenté sa TVA début 2014. Le Premier ministre Abe vient d'être réélu et bénéficie donc

d'un nouveau soutien en faveur de son programme de réformes – dans les domaines du marché de l'emploi, de l'agriculture, des retraites, de l'imposition, de la gouvernance d'entreprise et de la mise en place de zones économiques spéciales. Nous identifions de plus en plus de signes d'un changement presque révolutionnaire des comportements à l'égard de la gouvernance d'entreprise et pensons que ce facteur – qui prendra la forme d'une réallocation des capitaux et de rendements des fonds propres accrus – pourrait être un moteur clé.

Les entreprises japonaises ont aussi travaillé dur pour se restructurer depuis la crise financière mondiale, mais les effets positifs de ces efforts étaient initialement occultés par l'impact négatif d'un yen excessivement robuste. L'affaiblissement de la monnaie nipponne depuis décembre 2012 a naturellement changé la donne et nombre de sociétés ont vu leurs bénéfices s'améliorer nettement. En 2015, la croissance des bénéfices du Japon devrait une fois de plus dépasser celle des Etats-Unis et de l'Europe, alors même que les évaluations y sont moins onéreuses.

Dans nos dernières lettres, nous avons donné quelques exemples de sociétés ayant réussi à se repositionner. A cet égard, citons aussi Sony et Panasonic, qui se sont toutes deux rendu compte que l'électronique de consommation s'était banalisée et ont réduit leurs expositions à ces activités en conséquence. Les deux sociétés sont aujourd'hui sur le point d'afficher leurs meilleurs résultats d'exploitation ou leurs deuxièmes meilleurs résultats d'exploitation depuis 15 ans. Du fait de ces repositionnements et, naturellement, du contexte de l'Abenomie, les deux entreprises ont vu leurs cours boursiers presque tripler ces deux dernières années. Ce ne sont pas là les seuls exemples au Japon de sociétés dont les cours se sont envolés ces dernières années. Par conséquent, de plus en plus d'entreprises auparavant sous-évaluées se rapprochent désormais de leurs valeurs intrinsèques. Nous avons déjà cédé certaines de nos positions dernièrement et prévoyons de nouveaux désinvestissements dans les mois à venir.

Effondrement du pétrole

Parmi les actions ayant le plus dévissé au quatrième trimestre, citons celles de l'énergie et des matériaux – et notamment des services pétroliers, des métaux et des mines. Cette chute a pesé sur un grand nombre de nos fonds au sein desquels les actions de l'énergie ont été à l'origine des plus fortes contributions négatives, certaines d'entre elles perdant jusqu'à 30 %-40 % en quelques semaines.

Après plusieurs années de stabilité, le pétrole brut a baissé d'environ 40 % sur le trimestre. Aussi récemment que cet été, la baisse des cours de l'or noir n'était pas du tout au programme. On craignait plutôt que les troubles géopolitiques et les interruptions de la production ne poussent le prix du pétrole vers le haut. Comme beaucoup, nous n'avions pas prévu l'effondrement du pétrole. Nous avons toujours dit qu'il était impossible d'estimer la valeur intrinsèque d'un baril de pétrole, un actif qui ne génère aucun autre revenu que le prix auquel il peut être vendu à un moment donné. Quoi qu'il en soit, nous pensons toutefois pouvoir investir dans des sociétés liées au pétrole et avons une opinion sur les tarifs dans ce domaine.

Nous sommes convaincus qu'à long terme, le prix d'une matière première doit dépasser le coût de production des producteurs marginaux. Il existe des estimations diverses de la courbe des coûts de production du pétrole à travers le monde et il n'est pas possible d'en tirer des conclusions précises – mais il semble certain que les prix sont aujourd'hui inférieurs aux coûts des liquidités dans nombre de projets, et dans des projets futurs potentiels.

A court terme, néanmoins, la volatilité peut être énorme et les prix pourraient poursuivre leur chute. Plusieurs facteurs semblent avoir contribué à cet effondrement. Du côté de l'offre, la production par les pays hors OPEP s'est envolée depuis la crise financière mondiale, surtout du fait de la production américaine de gaz de schiste. Et du côté de la demande, la croissance a ralenti, surtout en Chine et en Europe, en 2014. Puis, à la grande surprise de la plupart des observateurs, l'Arabie Saoudite – et donc l'OPEP – ont montré qu'ils n'étaient plus disposés à jouer un rôle d'équilibre en limitant la production dans le but de soutenir le prix de l'or noir. (Parmi les motifs potentiels derrière cette nouvelle stratégie, le plus probable est le désir de restreindre la croissance de la production hors OPEP en décourageant les investissements dans les projets d'extraction du gaz de schiste outre-Atlantique et de montrer aux autres membres de l'OPEP tels que l'Iran que l'Arabie Saoudite ne sera plus la seule à supporter les baisses de la production).

Nous sommes d'avis que ce déséquilibre entre l'offre et la demande se résorbera, mais pas d'un jour à l'autre. Une reprise des prix pourrait être très progressive, même si nous savons tous que les choses peuvent changer très rapidement sur les marchés du pétrole. La production pétrolière nécessite des investissements massifs dans le seul but de rester à flot et généralement, les producteurs ont tendance à revoir leurs projets de dépenses lorsque le prix du pétrole est faible. Certains projets seront ajournés ou annulés. L'impact pourrait

être relativement rapide pour le gaz de schiste américain dont les cycles de vie des actifs individuels sont courts en raison de taux de déclin rapides. Pour certains acteurs ayant beaucoup emprunté, la compression des liquidités sera encore plus difficile. Nous avons d'ores et déjà vu plusieurs sociétés pétrolières réduire leurs dépenses d'investissement, tandis que les activités de forage aux Etats-Unis ont atteint un sommet. L'impact sur la production ne sera peut-être pas immédiat, mais à mesure que les dépenses diminueront, les capacités disponibles baisseront et la croissance de la production finira par ralentir, ce qui profitera au prix du pétrole. Parallèlement, un repli des cours pétroliers pourrait pousser la demande à réagir, par exemple au niveau de la consommation de carburants. Ce qui est certain, c'est qu'aucun acteur du secteur du pétrole, que ce soit aux Etats-Unis, en Russie ou en Arabie Saoudite, n'apprécie les prix actuels.

Certaines de nos positions dans le secteur de l'énergie portent sur des sociétés des services pétroliers qui, en général, ont souffert ces derniers mois de la baisse des prix des services et des prévisions de baisse des investissements par les géants du pétrole. Cette évolution n'est pas facile à court terme mais plus elles assèchent leurs bases de ressources existantes, plus elles devront trouver de nouvelles ressources ultérieurement. Nous avons conservé une exposition au secteur dans l'attente d'une reprise au fil du temps. Cette position à contre-courant peut sembler douloureuse à court terme, mais nous pensons qu'elle portera ses fruits à long terme. Nous continuons donc de rechercher des actifs de qualité et des bilans assez robustes pour survivre à la tempête. Les acteurs solides ressortent souvent grandis de périodes aussi difficiles.

Volatilité et risque

Pendant un certain temps, nous avons trouvé les actions liées aux matières premières – et les actions cycliques en général – intéressantes car nombre d'investisseurs les sous-évaluaient sur la base de mesures simples du risque telles que la volatilité des cours. Un grand nombre d'investisseurs ont subi des pertes dues à la volatilité globale du marché en 2008, puis à nouveau en 2011, ce qui les a poussés à éviter les sociétés dont les flux de trésorerie étaient volatils, ou perçus comme volatils, et à ignorer par conséquent plusieurs actions industrielles, des matériaux et de l'énergie, indépendamment de leurs cours. A mesure que ces actions dévissaient au quatrième trimestre – sur fond d'affaiblissement des prix des matières premières, de regain de vigueur du dollar et de craintes grandissantes quant à un ralentissement économique mondial – les investisseurs ont continué à se ruer vers les

titres assortis de flux de trésorerie constants (malgré leurs évaluations onéreuses – un sujet que nous avons abordé plus haut). Les sociétés défensives présentant des profils de flux de trésorerie stables se sont alors redressées, soutenues par la baisse des taux d'intérêt. En conséquence, les disparités entre les évaluations des titres cycliques et défensifs se sont encore accentuées, ce qui ne change rien au fait que les titres défensifs à volatilité faible ont une fois de plus surperformé, alors que nous sommes restés à la traîne de l'indice. Aussi le sentiment négatif actuel à l'égard des actions cycliques est un phénomène qui n'a de cesse de se perpétuer et qui prendra du temps à s'inverser, c'est pourquoi l'investisseur Value doit adopter un point de vue à long terme. Nous achetons souvent des titres dont nous voyons le cours baisser davantage. Nous ne prétendons pas être en mesure de prévoir l'évolution du marché ou de prédire le moment où un titre, un secteur ou une région se redressera de son plus bas. Nous encourageons plutôt les actionnaires à réévaluer les résultats à moyen ou long terme. Comme nous l'avons expliqué par le passé, notre stratégie subira probablement de brefs accès de volatilité de temps à autre. Quoi qu'il en soit, la volatilité des prix n'est pas synonyme de perte permanente de capital. Souvent, le repli du cours coté d'une action dépasse la détérioration des fondamentaux de l'entreprise. Les investisseurs Value peuvent avoir beaucoup de mal à se protéger contre ce type de volatilité, ou risque « cotationnel », car il relève davantage de la condition des autres actionnaires que du statut financier d'une société cyclique.

Nokia

Nokia compte parmi les actions qui ont récemment souffert d'un sentiment négatif et de replis de leurs cours. Nous avons investi en août 2011. Le cours de l'action était tombé de 25 EUR en 2007 à moins de 4 EUR du fait d'une perte de parts de marché dans le segment de la téléphonie mobile. Malgré ses perspectives sombres, Nokia restait rentable, possédait 40 % de sa capitalisation boursière en liquidités nettes et l'évaluation de ses actions était proche de leur valeur comptable. La société possédait un portefeuille de brevets solides et était sur le point de terminer la restructuration de sa division « réseaux », une activité prometteuse qui avait tendance à être délaissée par certains, plus concentrés sur les problèmes des téléphones mobiles.

Dans le domaine de la téléphonie mobile, Nokia maintenait une position solide sur les marchés émergents et nous considérons sa collaboration avec Microsoft comme une tentative sérieuse d'améliorer sa gamme faible de téléphones intelligents. Microsoft n'était pas novice dans le domaine

mobile, ayant réussi l'introduction d'un système mobile bénéficiant d'une forte présence en Asie. Nous avons remarqué à l'époque que les marques Nokia et Microsoft restaient plus solides qu'Apple et Google en Chine. Parallèlement, d'autres fabricants de téléphones et opérateurs télécoms accueillaient un troisième écosystème qui s'est posé en concurrent d'Apple et Android.

Nous identifions certes des défis, mais pensions que Nokia était plus proche d'une solution que du début du problème. Peu après notre investissement, Nokia a réussi le lancement, aux États-Unis, de sa marque Lumia nouvellement créée et le cours de ses actions a commencé à se redresser. Mais au printemps 2012, la situation s'est rapidement détériorée. En pleine crise de la dette européenne, l'introduction hautement attendue de Lumia a déçu, la migration des téléphones mobiles aux téléphones intelligents allant bien plus vite que prévu. La part de marché de Nokia s'est effondrée à mesure que les investisseurs se montraient de plus en plus inquiets à l'égard des flux de trésorerie de la société. En juillet 2012, le cours des actions Nokia correspondait à un tiers du niveau de notre investissement initial.

Toujours préoccupés par le risque de perte permanente de capital, nous avons fait particulièrement attention à la détérioration potentielle du flux de trésorerie et du bilan. Les résultats du premier semestre 2012 ont révélé que la position nette en liquidités demeurait solide, soit 80 % de la capitalisation boursière, et que les volumes de téléphones dépassaient les attentes. Notre analyse a montré qu'en dépit d'événements certes peu réjouissants, les risques reflétés dans le cours de l'action avaient été excessifs et que la valeur sous-jacente de Nokia restait quasiment inchangée. Nous supposons que la direction finirait par prendre des mesures significatives et ne resterait pas inactive face à l'assèchement des liquidités d'année en année. Des rumeurs quant à une scission de la société susceptible de cristalliser une partie de la valeur ont commencé à circuler.

Et un revirement réel s'est entamé pendant l'été 2013. Nokia a assuré son avenir en rachetant Siemens, son partenaire de longue date dans le domaine des réseaux, et en s'appropriant ainsi la totalité de cette activité désormais rémunératrice. En septembre, Nokia a annoncé la cession de sa division téléphones à Microsoft. L'action a rapidement grimpé à 5 EUR, bien au-delà de notre investissement initial. Nous avons alors conservé notre position en attendant la conclusion de la transaction et l'annonce de Nokia, intervenue début 2014, relative à l'allocation de son vaste capital.

Nous avons fini par vendre nos actions Nokia fin 2014, au prix de 6,60 EUR, c'est-à-dire à un niveau proche de la valeur

intrinsèque que nous avons calculée pendant l'été 2011. Le chemin n'a pas été sans embûches et le scénario de placement ne s'est pas exactement déroulé comme nous l'avions prévu, mais de l'investissement initial à la vente, le rendement total, dividendes inclus, s'est monté à 22 % par an, un chiffre satisfaisant.

Conclusion

Nous avons toujours été d'avis que ni les risques macroéconomiques ni les risques géopolitiques ne devaient être ignorés. Quoi qu'il en soit, nous ne pensons pas non plus qu'ils doivent être au centre des décisions de sélection des titres. À nos yeux, les investisseurs doivent se concentrer sur la manière dont les sociétés individuelles sont susceptibles d'être affectées par l'environnement. Mais même les investisseurs Value « bottom-up » ne peuvent faire fi des effets potentiels des événements géopolitiques sur leur portefeuille. Et nous reconnaissons que les investisseurs Value à long terme sont évalués sur la base de leurs performances relatives et souvent sur un horizon à court terme. Ce que nous ont enseigné les événements récents, et surtout les deux derniers trimestres de 2014, c'est que la situation géopolitique ne doit pas être un moteur primaire des performances relatives. Autrement dit, nous ferons plus attention à la composition géographique et sectorielle des portefeuilles à l'avenir. D'un point de vue géographique, les risques évidents, par rapport à l'indice de référence, sont liés à nos fortes expositions à l'Europe et au Japon. Nos positions dans les deux régions recèlent selon nous un potentiel certain et nous trouvons les acteurs du marché exagérément baissiers à l'égard de la zone euro, ce qui signifie que des sous-évaluations intéressantes y sont disponibles. Toutefois, comme il est indiqué ci-dessus, même si d'importantes parties du marché américain présentent des évaluations onéreuses, différents degrés de performance ont été constatés entre les secteurs, capitalisations boursières et styles. Aussi notre exposition aux actifs américains pourrait-elle être augmentée.

Les deux derniers trimestres ont été frustrants pour les investisseurs Value centrés sur les actifs que nous sommes. En dépit de performances médiocres des cours boursiers, nous pensons que nos investissements recèlent encore une bonne valeur et qu'ils sont susceptibles de se redresser à condition que nous nous armions de patience. Dans chacun des cas individuels ayant vu leur cote chuter, nous avons vérifié nos hypothèses pour nous assurer que la thèse d'investissement restait intacte. Nous ne conservons une position que si nous estimons que les actions restent sous-évaluées, que l'argument en faveur d'un investissement demeure solide et

que le repli du cours a été bien supérieur à ce que justifiaient les fondamentaux de l'entreprise.

A l'heure où l'actualité négative et la détérioration du sentiment des investisseurs dominent les régions et secteurs dans lesquels nous investissons, la conservation des positions nécessite une discipline stricte. Nous nous efforçons de rester fidèles aux vieux principes selon lesquels la sécurité est fonction du prix payé et les bons investissements sont souvent ceux qui sont effectués lorsque les autres évitent le cas de l'investissement. A cet égard, l'évaluation joue un rôle décisif et nous déployons nos meilleurs efforts pour laisser le portefeuille exposé aux sociétés qui nous semblent afficher les plus fortes décotes à l'heure actuelle.

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 Møestrup 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 S.A., succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zurich. Publié par Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.