



## Actions « Value »

### Titres

- Notre approche à l'égard des conditions macroéconomiques
- Qualité des Portefeuilles
- Questions de qualité
- Réduction de l'effet de levier : dépenser ou économiser – ou les deux à la fois ?
- Fusions-acquisitions
- Conclusion

### Nos fonds d'actions value

Fonds	ISIN code
Ethical Global Value	LU0362355355
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Une information détaillée est disponible dans les point trimestriel des fonds.

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

*Cher Investisseur,*

Certes, le premier trimestre 2010 a été riche en événements. S'agissant de nos positions, de nombreux indicateurs confirment une amélioration du climat des affaires, avec un redressement de plus en plus marqué des bénéfiques et des bilans de plus en plus solides. Cela dit, au cours du dernier semestre, et en particulier du dernier trimestre, les marchés boursiers dans leur ensemble ont subi l'impact très large de risques majeurs d'ordre macroéconomique spécifiques à certains pays.

Nous avons abordé le problème de la dette grecque dans notre dernière lettre et cette question demeure un thème dominant. Qu'il s'agisse des hommes politiques, des observateurs, des dirigeants des banques centrales et des investisseurs, tout le monde a débattu des implications potentielles de la situation : les partenaires de la Grèce au sein de l'Union européenne seraient-ils disposés à venir en aide à la Grèce ? D'autres pays vont-ils subir le même sort ? L'euro peut-il survivre sous sa forme actuelle ? Ces incertitudes ont évidemment eu pour effet de mettre la pression sur la devise européenne et sur les actifs européens de manière générale. Dans ce contexte, il n'est donc pas surprenant que, depuis le début de l'année, les marchés boursiers européens aient manifestement sous-performé par rapport aux autres grandes régions, bien que, comme nous l'évoquons plus loin, nos positions européennes se soient bien comportées.

Dans le même temps, BP et les événements dans le golfe du Mexique ont énormément attiré l'attention. Depuis quelques années, le monde se demande de plus en plus s'il pourra continuer encore longtemps à être tributaire des combustibles fossiles. Ce qui est ironique, c'est que l'une des pires catastrophes environnementales de l'ère du pétrole soit survenue quelques mois seulement après le sommet de Copenhague qui a réuni les chefs d'États des principaux pays du monde pour discuter de ces questions. Mis à part la question pratique de savoir à

quel moment la fuite sera entièrement colmatée, l'impact sur la réglementation constitue un enjeu de taille. Il est évident qu'il n'existe pas de solution simple, et, malgré toutes les récriminations formulées contre les compagnies pétrolières comme BP, les gens sont généralement conscients que les Etats-Unis, tout comme la plupart des économies et sociétés du monde développé, sont largement dépendants du pétrole.

## **Notre approche à l'égard des conditions macroéconomiques**

Ces jours-ci, les grandes tendances macroéconomiques semblent tellement dominer les discussions qu'un grand nombre d'acteurs du marché, même les investisseurs bottom up, commencent à ressembler à des investisseurs macroéconomiques partisans de l'approche top down. Chez Sparinvest, notre approche est résolument bottom up. Mais qu'est-ce qu'une telle méthode signifie dans la pratique, tout particulièrement dans une période aussi incertaine ? Nous n'établissons pas nos pondérations régionales ou sectorielles en fonction d'une vision stratégique globale. Par exemple, lorsque nous sommes particulièrement optimistes à l'égard d'un marché boursier ou de la macroéconomie d'une région donnée, nous ne procédons pas immédiatement à des investissements massifs dans cette région. Nous estimons que la meilleure manière pour atteindre, au fil des ans, les meilleures performances n'est pas d'essayer de tirer profit des retournements de marchés, mais de choisir des titres solides, très sous-valorisés par rapport à leur valeur intrinsèque. Il existe évidemment des différences selon chaque région mais la capacité bénéficiaire et la valorisation des actifs constituent des méthodes très répandues. Nous nous efforçons toujours d'analyser les caractéristiques spécifiques de chaque société.

Est-ce que cela signifie que nous ne tenons pas compte de facteurs macroéconomiques dans notre processus d'investissement ? Absolument pas. Nous leur accordons beaucoup d'importance mais dans le cadre de l'analyse concrète de chaque investissement. Au final, la décision d'investir dans une société repose sur l'établissement d'hypothèses quant à sa capacité bénéficiaire et la solidité de ses actifs. Nos principes directeurs nous incitent à être prudents et à ne pas nous laisser emporter par des données à court terme. Nos hypothèses ne sont pas simplement fondées sur les tendances des deux dernières années ou sur les chiffres anticipés pour les deux prochaines années. Nous analysons l'entreprise sur une plus longue période pour connaître ses performances passées, ses évolutions sur de nombreuses années et sur l'ensemble d'un cycle économique.

Il est également primordial de prendre en compte les facteurs macroéconomiques. Les sociétés ne peuvent fonctionner en vase clos. La solidité de leurs actifs et leur capacité bénéficiaire sont manifestement affectées par l'environnement externe. Prenons par exemple une société dont le bilan semble extrêmement sain, grâce à ses actifs immobiliers considérables. Ce qui est déterminant, c'est de savoir si la valeur déclarée de ces actifs est fiable et durable. Le système comptable est évidemment significatif : les actifs ont-ils été évalués de façon régulière, leur valeur déclarée a-t-elle été ajustée de façon appropriée ? Mais les tendances régionales en matière de prix immobiliers ont également de l'importance : la hausse des prix laisse-t-elle présager un risque de bulle immobilière qui serait susceptible d'entraîner des dépréciations d'actifs à l'avenir ?

Examinons une autre situation, celle d'une chaîne de supermarchés ayant démontré sa capacité à développer sa part de marché, mais qui est située dans une région rurale susceptible de subir les effets d'une chute de population en raison d'un phénomène d'exode rural. Naturellement, si vous souhaitiez racheter cette société, il serait crucial d'envisager l'impact de cette évolution démographique sur sa capacité bénéficiaire et d'en tenir compte dans votre évaluation du prix à payer.

Dès lors, lorsque nous estimons la valeur intrinsèque d'un investissement potentiel, en se basant sur la valeur de ses actifs, sur sa capacité bénéficiaire, ou sur une combinaison de ces deux données, nous prenons toujours en compte des hypothèses prudentes quant aux facteurs externes. Nous investissons uniquement si la société est très sous-valorisée par rapport à la valeur intrinsèque qui a été établie de façon conservatrice. Nous exigeons également que nos investissements soient financièrement solides pour surmonter les périodes de difficultés. Ce processus se traduit par un portefeuille de sociétés très sous-valorisées offrant une bonne qualité à long terme, en termes de bénéfices et d'actifs, et dont le rendement sur investissement potentiel n'est pas tributaire des perspectives macroéconomiques positives de la région dans laquelle elles sont basées.

## **Qualité des Portefeuilles**

Comme toujours, des détails spécifiques à chaque fonds figurent dans les points trimestriels, mais citons ici l'exemple du fonds Sparinvest Global Value. Si on regroupait les investissements du fonds dans une société fictive, son ratio cours / valeur comptable ne s'élèverait qu'à 0,91 fois, contre 1,94 fois pour l'indice MSCI World. Nous avons une exposition relativement élevée aux

sociétés cycliques dont les résultats ont été inévitablement plus faibles pendant la crise, mais qui se redressent très rapidement.

La rapidité de ce redressement des bénéficiés est confirmée par les techniques d'évaluation. Le rapport cours / bénéfices pour le dernier exercice s'élevait à 36,3 fois, un multiple relativement élevé uniquement induit par la chute des bénéficiés à court terme observée l'an dernier. S'agissant du bénéfice estimé pour 2010, le multiple chute à 12,0 fois, selon Bloomberg, et, pour 2011, il devrait atteindre 9,3 fois seulement, contre 11,5 fois pour l'indice MSCI World. Le rapport valeur d'entreprise / EBITDA (excédent brut d'exploitation) est un indicateur utile de la valorisation d'une société par rapport à sa capacité bénéficiaire brute. Notre fonds se négocie à 2,8 fois les estimations 2010 et à 2,5 fois les estimations 2011, contre respectivement 6,9 fois et 6,2 fois pour le MSCI World. Ces données signifient pour nous une sous-valorisation évidente : aucun propriétaire d'entreprise sain d'esprit n'envisagerait de céder sa société pour un prix correspondant à seulement 2,5 fois l'EBITDA.

Au-delà de ces évaluations de bénéficiés attrayantes, l'ensemble du bilan est solide, avec un ratio endettement net / fonds propres de 25% seulement (contre 54% pour le MSCI World) et un rapport immobilisations incorporelles / fonds propres de 19% seulement (contre 51% pour l'indice). Nous estimons que cette solidité financière constituera un facteur distinctif important au cours des prochaines années, comme nous en discuterons plus longuement plus loin.

### Questions de qualité

Nous avons déjà souligné que l'année 2009 avait été marquée par une reprise témoignant d'un certain soulagement des esprits (*relief rally*), une reprise au cours de laquelle les marchés boursiers ont progressé sans grande logique, si bien que la qualité des sociétés n'a pas toujours été récompensée. Au final, ce qui importe le plus, ce sont les fondamentaux des sociétés. De ce point de vue, il est intéressant d'analyser les marchés européens.

Au cours du premier semestre 2010, l'indice MSCI Europe a baissé de 2,45%, tandis que les actions « growth » progressaient de 2,56% et les actions « value » se repliaient de 7,49%. Au cours de cette période, les risques macroéconomiques et les risques liés à la réglementation ont été mis au premier plan et, par rapport à d'autres régions, l'Europe a été durement touchée. L'Europe est aux prises, d'une part, avec des inquiétudes

concernant la dette publique et sa devise et, d'autre part, avec le risque que l'économie sombre dans une récession à double-creux (*ou double dip*) suite à la réduction des dépenses publiques. Quoi qu'il en soit, nous continuons, comme toujours, de suivre de très près nos investissements et sommes rassurés lorsque nous voyons la capacité bénéficiaire et les bilans solides des sociétés européennes dans lesquelles nous avons pris des participations. Fait intéressant, malgré les difficultés des marchés européens, le fonds Sparinvest European Value a progressé de 5,52% et les positions européennes de nos fonds mondiaux affichent des performances aussi solides. Finalement, nous ne tirons pas de conclusions hâtives après la publication des performances semestrielles. Mais, comparativement à la situation qui prévalait durant la crise du crédit déclenchée fin 2008 et qui s'est poursuivie pendant une grande partie de l'année 2009, nous commençons à entrevoir certains signes encourageants selon lesquels la qualité des sociétés commence à être récompensée sur les marchés boursiers.

Il convient de noter que nos pondérations en Europe favorisent plutôt l'Europe du Nord, ce qui nous a aidés au cours des derniers mois. Ceci constitue peut-être un exemple du mode de prise en compte des considérations macroéconomiques dans notre évaluation de la capacité bénéficiaire de chaque société. Nous n'avons pas pris la décision stratégique d'éviter, par exemple, les sociétés espagnoles, mais il est clair que, lorsque nous les avons analysées ces dernières années, nous n'avons pas jugé leurs valorisations assez convaincantes pour y faire des investissements. Evidemment, ce constat pourrait changer, selon les évolutions des cours.

### Réduction de l'effet de levier : dépenser ou économiser – ou les deux à la fois ?

Lorsque nous évoquons la qualité de nos investissements, le niveau d'endettement constitue pour nous un élément clé. Il s'agit également d'un facteur très pertinent dans le contexte du rapport entre la situation macroéconomique et les sociétés. Que ce soit pour l'homme de la rue, pour le directeur général d'une société ou pour un chef d'Etat, l'effet de levier élevé et la nécessité de désendettement qui s'en est suivie constituent des thèmes importants depuis quelques années.

Voici le message « amusant » qui a été affiché en ville sur l'immeuble d'une banque : « Nous pouvons vous prêter assez d'argent pour liquider l'ensemble de vos dettes. » Cela en dit long sur l'attitude qui domine depuis quelques années : vous pouvez toujours rembourser un emprunt en en contractant un autre, et il y aura toujours

quelqu'un qui sera disposé à vous prêter davantage d'argent. Pour les particuliers, les sociétés et même les Etats qui ont adopté cette attitude, les deux dernières années ont été marquées par un cruel retour à la réalité. C'est le secteur privé qui a été touché le premier, à mesure qu'il s'efforçait de réduire sa dette. Les Etats sont alors arrivés à la rescousse, soit en mettant en œuvre des plans de sauvetage directs, soit par des injections indirectes de liquidités, ou encore par le biais de mesures d'incitations fiscales. Evidemment, ces mesures n'ont pas été financées par magie et elles ont entraîné, pour de nombreux Etats, une augmentation importante de leur déficit budgétaire et de leur dette.

Au final, malgré le message attirant de cette banque, l'économie dans son ensemble ne peut pas tout simplement emprunter pour régler sa dette. « Il n'y a que deux manières de rembourser la dette : développer l'industrie pour augmenter les recettes, accroître l'épargne pour l'étaler. » C'est la théorie de Thomas Carlyle au XIX<sup>e</sup> siècle, et sa maxime est toujours pertinente aujourd'hui : la seule manière de réduire l'effet de levier est de gagner plus ou de dépenser moins. Plus facile à dire qu'à faire car, comme nous l'avons souligné dans notre dernière lettre : « Il faut dépenser de l'argent pour gagner de l'argent. »

Cela résume de façon assez juste le dilemme auxquels étaient confrontés les leaders politiques au dernier sommet du G-20 à Toronto. Les événements de la Grèce ont souligné la nécessité de contrôler le niveau de la dette publique et l'une des façons évidentes d'y arriver c'est de réduire les dépenses publiques. Mais cela génère une véritable inquiétude – soulevée principalement par les Etats-Unis lors du sommet de Toronto – à savoir que, si l'on réduit les dépenses publiques trop rapidement, le redressement économique peut s'en trouver compromis, ce qui se solderait alors par une baisse des bénéfices dans le secteur privé et, au bout du compte, une chute des recettes fiscales des Etats. L'inflation constitue un élément clé de l'équation : si elle est bien gérée, l'inflation peut contribuer à réduire le fardeau de la dette publique d'un Etat. Donc, à quel moment les Etats doivent-ils réduire les dépenses et accroître l'épargne ? Evidemment, il n'y a pas de solution magique. La déclaration finale du G-20 a, en quelque sorte, résumé le dilemme et indiqué qu'il appartient à chaque pays de déterminer le moyen de réduire sa dette, en fonction de sa situation particulière. Il est cependant clair que le problème ne sera pas résolu du jour au lendemain : de nombreux pays marchent sur la corde raide et sont à la recherche d'un équilibre périlleux entre la nécessité de stimuler la croissance et de mettre en œuvre des mesures fiscales d'austérité.

Quel est l'impact de ce contexte sur les actions cotées en Bourse ? Tout d'abord, rappelons qu'il est essentiel d'établir une distinction entre la situation des Etats et celle des entreprises. Les fondamentaux d'une société ne traduisent pas nécessairement les tendances de l'ensemble de l'économie d'un pays. Nous ne mâchons pas nos mots et n'avons pas peur de dire que nous n'investissons pas en nous basant sur les chiffres du PIB ou la dette nationale d'un pays, mais sur la capacité bénéficiaire et les bilans de chaque société.

Ce qui est intéressant dans le débat politique actuel au sujet de la dette des pays, c'est que les dirigeants de sociétés sont presque confrontés au dilemme inverse : à quel moment doivent-ils cesser d'économiser et commencer à dépenser à nouveau ? Lorsque la crise du crédit s'est produite, les sociétés se sont empressées de réduire leur endettement, en réduisant leurs dettes et en accroissant leur trésorerie. Ironiquement, pour nombre d'entre eux, cette décision a été facilitée par le ralentissement mondial de la demande. Si personne n'achète vos produits, vous n'avez plus à les fabriquer et, par effet de ricochet, vous n'avez plus à acheter quoi que ce soit. Le ralentissement marqué de la demande signifie que les sociétés achètent moins de matières premières, évitent de reconstituer leurs stocks, retardent les investissements d'entretien courants et reportent la construction de nouvelles usines.

Evidemment, pour certaines sociétés, ces mesures n'ont pas été suffisantes et elles ont été forcées de prendre des mesures plus draconiennes pour restructurer leur bilan, comme l'émission d'actions nouvelles, ce qui n'a pas nécessairement plu aux actionnaires existants. Mais, quelles que soient les mesures prises par les sociétés, le ton qui a été donné au cours des deux dernières années est clair : l'endettement est mauvais et la trésorerie est essentielle. Il suffit d'observer le niveau du ratio endettement net / fonds propres de l'indice MSCI World : il est passé de 59% au mois de mars 2009 à 53% aujourd'hui.

Mais la question fondamentale est la suivante : à quel moment les sociétés doivent-elles recommencer à dépenser en vue de la phase de redressement économique et ont-elles les moyens financiers de faire des dépenses ? Il y a clairement des signes positifs dans l'ensemble de l'économie, mais, au cours des derniers mois, des nuages sont apparus à l'horizon, et le moment et la nature d'une éventuelle reprise ne sont pas clairs. Donc, à quel moment une société doit-elle à nouveau reconstituer ses stocks, acheter ces machines dont elle a tant besoin ou commencer la construction de sa nouvelle usine ?

La situation est plus difficile pour les sociétés qui demeurent toujours très endettées. Tout d'abord, il est possible qu'elles n'aient pas les ressources nécessaires pour dépenser afin de profiter pleinement de la reprise. Ensuite, si elles ne planifient pas correctement et commencent à dépenser trop tôt, c'est-à-dire avant la reprise effective de la demande, elles pourraient faire face à un accroissement intolérable de leur dette et à des coûts encore plus élevés. Dès lors, de nombreuses sociétés semblent avoir des niveaux d'endettement bas, mais principalement en raison des mesures qu'elles ont prises au cours des deux dernières années pour générer des liquidités à court terme : baisses de leurs investissements, réductions de leurs stocks, et ainsi de suite. Elles ont atteint un certain niveau de solidité financière à l'heure actuelle mais elles vont rapidement épuiser leurs liquidités au fur et à mesure de la reconstitution de leurs stocks. Selon nous, il est important d'approfondir l'analyse des principaux chiffres et de déterminer les facteurs qui sous-tendent l'évolution de certains ratios comme le ratio endettement net / fonds propres des entreprises.

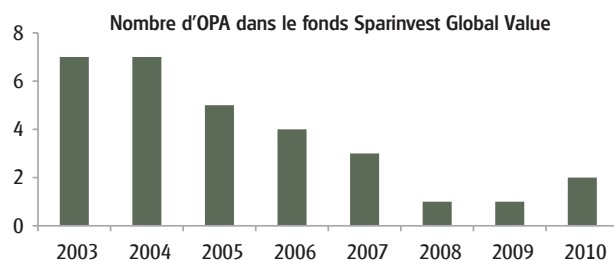
Nous investissons dans des sociétés dont le niveau d'endettement est bas, non seulement en raison des mesures d'urgence qu'elles ont prises à court terme, mais parce qu'elles font preuve depuis longtemps de prudence en matière financière. Les sociétés dans lesquelles nous investissons ont une dette très inférieure à celle du reste du marché. Nous pensons vraiment que ce niveau d'endettement bas leur donne la capacité financière, non seulement revenir à la normale en reconstituant leurs stocks et en procédant à des investissements de maintenance, mais aussi de se développer dans l'attente d'une reprise économique, en construisant une nouvelle usine ou en rachetant un concurrent en difficulté. En outre, leur solidité financière signifie qu'elles ne marchent pas sur la corde raide lorsqu'il s'agit de déterminer le moment opportun d'une décision. Si elles commencent à dépenser, mais si la demande ne repart pas aussi rapidement que prévu, elles peuvent facilement résister. La qualité de nos investissements nous inspire une confiance considérable en prévision des prochains mois et des prochaines années.

## Fusions-acquisitions

Notre lettre ne serait pas complète si nous n'abordions pas la question des fusions-acquisitions. Comme nous l'avons dit à plusieurs reprises, nos fonds ont démontré qu'ils sont riches en cibles de fusions-acquisitions. Un nombre significatif de nos positions a été cédé à la suite d'OPA. Bon nombre de sociétés dans lesquelles

nous détenons des participations ont utilisé par le passé leur solidité financière pour procéder à des acquisitions relatives, ce qui leur a permis d'accroître leur base d'actifs et leur capacité bénéficiaire.

Nous avons également constaté que les marchés des fusions-acquisitions ont été extrêmement calmes au cours des deux dernières années, ce qui a eu un impact inévitable sur nos fonds. Nous restons convaincus que les fonds seront récompensés par le réalignement progressif des sociétés et l'accroissement de l'activité de fusions-acquisitions. Même durant l'accalmie récente sur les marchés, nous avons été témoins d'OPA dans nos portefeuilles comme sur IDS Scheer, Océ et une offre en cours sur Gewiss. Mais l'activité de fusions-acquisitions a été relativement faible en comparaison des années précédentes, comme l'illustre le tableau ci-dessous. Il ne s'agit pas pour nous d'un motif d'inquiétude – en fait, c'est tout le contraire. Nos positions actuelles regorgent de fruits mûrs, « prêts être cueillis », et nous sommes convaincus que les portefeuilles en bénéficieront au fur et à mesure que les marchés de fusions-acquisitions se réveilleront.



Cela dit, s'agissant des fusions-acquisitions, l'accent ne doit pas être mis uniquement sur les acquisitions ou les OPA. De nombreuses analyses de fusions-acquisitions passent sous-silence les fusions. Les acquisitions pures et simples ont tendance à faire les gros titres, particulièrement lorsqu'elles sont hostiles ou que la somme offerte est très supérieure au prix de l'action de la société ciblée. Mais souvent, une fusion convenue d'un commun accord entre deux concurrents peut, à long terme, être tout aussi avantageuse pour les actionnaires. L'exemple du secteur de l'assurance IARD au Japon est éloquent, le nombre d'acteurs y ayant diminué progressivement. Au mois d'avril 2010, trois de nos positions (Mitsui Sumitomo Insurance, Aioi Insurance et Nissay Dowa) ont fusionné pour constituer MS&AD Insurance Group qui est devenu ainsi l'une des positions les plus importantes dans certains de nos fonds. En plus des économies d'échelle et de la réduction de la concurrence sur le marché japonais des assurances, cette fusion assure à

la compagnie une meilleure solidité financière qui lui permettra de poursuivre son expansion à l'étranger. Ce type de réaligement d'entreprise peut générer à long terme une plus-value importante pour les actionnaires.

## Conclusion

De manière générale, nous sommes encouragés, depuis le début 2010, par la performance raisonnablement solide de nos fonds, en comparaison des indices de référence courants. Gardez à l'esprit également que, pour nos fonds mondiaux, ces performances ont été atteintes en dépit des fluctuations de change qui pénalisent ceux d'entre eux qui ont une pondération relativement élevée sur les actions libellées en euros. Notre exposition aux actions américaines est relativement faible, et la progression de 17% du dollar contre l'euro depuis le début de l'année a coûté à elle seule quelques points de performance au fonds par rapport aux indices de référence. Cela ne nous inquiète pas outre mesure. A court terme, il y a évidemment des trimestres au cours desquels les fluctuations de change ne sont pas favorables et d'autres au cours desquels elles le sont. Evidemment, nous avons souvent étudié l'impact à long terme des fluctuations de change sur les fonds ainsi que les avantages éventuels de la couverture des expositions. Nos analyses ont démontré clairement que, sur une longue période, les fluctuations de change ont eu un impact extrêmement limité sur les performances.

Dans le même temps, comme nous l'avons évoqué plus haut, les sociétés européennes que nous détenons en portefeuille ont affiché des performances relativement bonnes, malgré une conjoncture difficile. En effet, au deuxième trimestre, bien que les indices européens aient affiché de piètres performances comparées à celles d'autres régions, nos investissements européens ont réalisé dans l'ensemble des performances aussi bonnes que nos investissements japonais et nord-américains. Evidemment, nous n'attachons pas trop d'importance aux performances d'un seul trimestre ou d'un semestre. Pour

nous, le facteur le plus important reste la qualité de nos investissements et leur potentiel à long terme.

Après la crise du crédit, il y a eu un immense soulagement car les investisseurs et les marchés boursiers ont réalisé que le monde ne s'était finalement pas arrêté de tourner. Mais il était évident que la tâche n'allait pas être aisée pour résoudre le problème et que cela prendrait du temps. S'agissant de la question du désendettement, il n'existe aucun raccourci possible : ce sera un processus de longue haleine. Cela ne signifie pas que nous soyons particulièrement négatifs quant aux perspectives économiques – car nous pouvons d'ores et déjà entrevoir des indicateurs positifs – mais nous estimons tout de même que les perspectives restent incertaines. Comme nous l'avons dit souvent, nous ne savons pas quelle tournure la reprise va prendre, et nous ne savons pas non plus si elle sera rapide. Mais ce qui nous inspire vraiment confiance pour nos fonds, c'est que les sociétés dans lesquelles nous investissons sont dotées de modèles d'entreprises solides et affichent des bilans sains, ce qui signifie qu'elles ne sont pas le dos au mur. Elles sont le « maître des lieux », c'est-à-dire capables de surmonter des périodes incertaines et d'utiliser leur solidité financière pour profiter pleinement du retour éventuel à la normale de l'économie.

Il convient à nouveau de souligner que les valorisations de nos fonds sont très attractives et, de fait, toujours proches de leurs plus bas historiques. Entre-temps, nous continuons de trouver des opportunités d'investissement sur les marchés, ce qui, selon nous, constituera le moteur de la performance dans l'avenir. Nous estimons que la combinaison de ces deux facteurs pourrait représenter une bonne opportunité pour investir dans des titres « value » au cours des trois à cinq prochaines années.

**Jens Moestrup Rasmussen**

Lead Portfolio Manager

Le 12 juillet 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



**Morten Rønnow Tandrup**  
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. Sources (si mentionnées): Sparinvest, Standard & Poors, Morningstar, Bloomberg. 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.