

Avec l'ouverture du marché chinois, puiser dans un éventail plus large d'opportunités

FACTEURS DE RISQUE

Ces informations constituent une offre financière promotionnelle relative à la stratégie FSSA China. Ces informations sont exclusivement réservées aux clients professionnels situés dans l'Espace économique européen et partout ailleurs où leur diffusion est légale. L'investissement comporte certains risques et notamment :

- **La valeur des investissements et des éventuels revenus qu'ils génèrent peut varier à la hausse comme à la baisse et n'est pas garantie. Les investisseurs pourraient recevoir à l'échéance un montant inférieur à leur placement initial.**
- **Risque de change :** Le Fonds investit dans des actifs libellés dans d'autres devises ; les fluctuations des taux de change peuvent donc avoir une incidence sur la valeur du Fonds et entraîner des pertes. Les décisions prises par les gouvernements en matière de contrôle des changes peuvent affecter la valeur des investissements dans le Fonds et le conduire à différer ou à suspendre le rachat de ses actions.
- **Risque lié à une exposition unique à un pays / à une région :** il est plus risqué d'investir exclusivement dans un pays ou une région que de diversifier ses positions sur plusieurs pays ou régions mondiales. Une exposition diversifiée à plusieurs pays ou régions contribue à atténuer le risque.
- **Risque du marché chinois :** malgré la rapidité de l'essor économique et des évolutions structurelles en Chine, investir dans ce pays expose toujours à des risques accrus d'interventions politiques et gouvernementales, de restrictions éventuelles sur l'allocation des capitaux du Fonds, ainsi qu'à des risques juridiques, réglementaires, économiques et à d'autres types de risques, tels qu'un risque de liquidité accru, de restrictions imposées aux investissements ou aux transferts d'actifs, de défaut/retard de règlement et de difficultés pour valoriser les titres.
- **Risque de concentration :** les investissements du Fonds ciblent un nombre relativement restreint de sociétés ou de pays, ce qui peut exposer l'investisseur à un risque plus élevé que celui qui serait induit par une position plus largement diversifiée.
- **Risque lié à l'exposition aux petites capitalisations :** investir dans les petites entreprises, plus difficiles à acheter et à vendre que les sociétés de plus grande taille, peut comporter davantage de risques.

Pour obtenir une description détaillée des conditions d'investissement et des risques associés, veuillez consulter le Prospectus et le Document d'Information Clé pour l'Investisseur de chacun des Fonds.

Si vous n'êtes pas certain que nos fonds soient adaptés à votre objectif d'investissement, nous vous invitons à faire appel à un conseiller en investissement.

Introduction

Le marché des actions chinois compte une multitude de catégories d'actions, chacune présentant des caractéristiques distinctives. Les actions « offshore » sont cotées sur des places boursières étrangères, telles que New York et Hong Kong ; elles sont libellées en devises étrangères. Les actions « onshore » sont quant à elles négociées sur les

bourses de Shanghai et Shenzhen et libellées en RMB.

Le marché d'actions « onshore » chinois, en particulier le segment des actions A, est beaucoup plus large que son homologue « offshore », puisque plus de 3 900 entreprises sont enregistrées sur les places financières de Chine continentale contre environ 1 600 sur les marchés « offshore ».

Avec l'ouverture du marché chinois, puiser dans un éventail plus large d'opportunités

Janvier 2021



		Devise	Total capitalisation boursière	Nombre de valeurs	Limites sur les investissements étrangers	
Onshore	Actions A	Entreprises chinoises immatriculées en Chine continentale et cotées sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen	RMB	11 700 milliards USD	3925	Oui, mais en voie d'assouplissement
	Actions B	Entreprises chinoises immatriculées en Chine continentale et inscrites à la cote des bourses de Shanghai et de Shenzhen	USD		93	Non
Offshore	Actions H	Entreprises chinoises immatriculées en Chine continentale et cotées sur la bourse de Hong Kong	HKD	4 900 milliards USD	291	Non
	« Red Chips »	Entreprises chinoises détenues par l'État, immatriculées en dehors de la Chine continentale et cotées sur la bourse de Hong Kong	HKD		176	Non
	« P Chips »	Entreprises chinoises immatriculées en dehors de la Chine continentale et cotées sur la bourse de Hong Kong	HKD		852	Non
	Actions N	Entreprises chinoises immatriculées en dehors de la Chine continentale et cotées sur la bourse de New York	USD		2 100 milliards USD	221
Total du marché chinois			18 700 milliards USD	5558		

Source : Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEX), NASDAQ, chiffres au samedi 31 décembre 2020

Un accès au marché chinois à géométrie variable

Économie fermée qui pratique depuis longtemps le contrôle des flux de capitaux, la Chine ne s'est jamais montrée très ouverte aux investisseurs étrangers. C'est pourquoi les actions chinoises « onshore » sont largement sous-représentées dans les portefeuilles des investisseurs internationaux, même si cela commence à changer.

Si l'instauration en 2002 du régime des investisseurs institutionnels étrangers qualifiés (Qualified Foreign Institutional Investor - QFII) a permis à un petit nombre d'entre eux d'acheter des actions A chinoises, la négociation était soumise à des règles strictes de prévalidation, de licences et de quotas.

Ces restrictions se sont allégées au fil du temps, et au moment de la mise en place du Renminbi-QFII (QFII en renminbi ou RQFII) en 2011, le nombre d'investisseurs qualifiés et de titres éligibles avait déjà fortement augmenté.

Le lancement de la plateforme Stock Connect en 2014 a constitué un changement notable pour les investisseurs étrangers. Grâce au dispositif Stock Connect, l'accès au marché des actions A chinoises est en effet devenu beaucoup plus direct.

Au départ, la plateforme reliait les bourses de Shanghai et de Hong Kong, permettant aux investisseurs étrangers de traiter quotidiennement certaines actions de type A, sans

être soumis aux quotas individuels, aux périodes minimales d'immobilisation ou aux limites de rapatriement des capitaux. Grâce à elle, les investisseurs de Chine continentale ont pu également diversifier leurs positions sur les actions et leur exposition de change en acquérant des valeurs sur la bourse de Hong Kong.

À fin 2016, la liaison entre les places de Shenzhen et de Hong Kong était également opérationnelle sur la plateforme Stock Connect. Au même moment, les quotas de transactions étaient supprimés au niveau global. Les limites de négociation quotidiennes étaient maintenues ; toutefois, début 2018, les quotas journaliers ont été multipliés par quatre, passant de 13 milliards RMB à 52 milliards RMB pour la négociation « northbound » (vers la Chine continentale), et de 20,5 milliards RMB à 45 milliards RMB pour la négociation « southbound » (vers l'étranger).

La plateforme Stock Connect couvre désormais près de 85% de la capitalisation boursière des bourses de Shanghai et de Shenzhen, soit environ 1 300 entreprises. La part des détenteurs étrangers d'actions A chinoises augmente régulièrement (la valeur actionnariale des titres de Chine continentale négociés sur Stock Connect s'élève à 1 952 milliards RMB¹) et les volumes de transactions touchent des niveaux record.

Quota de négociation quotidien de 52 milliards RMB

Négociation « northbound » via Stock Connect

Investisseurs établis à Hong Kong, négociant des valeurs cotées sur les bourses de Shanghai et Shenzhen

Négociation « southbound » via Stock Connect

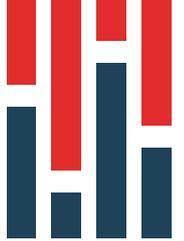
Investisseurs de Chine continentale négociant des valeurs cotées sur la bourse de Hong Kong

Quota de négociation quotidien de 42 milliards RMB

¹ Source : Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEX), chiffres au 31 juillet 2020

Avec l'ouverture du marché chinois, puiser dans un éventail plus large d'opportunités

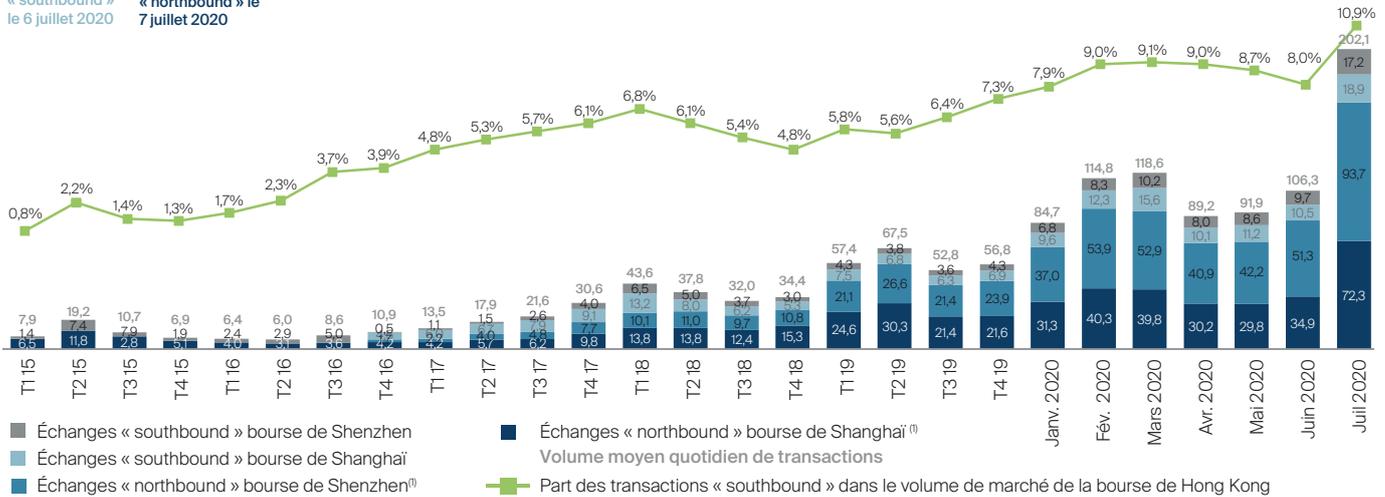
Janvier 2021



Volume quotidien moyen de transactions exécutées via Stock Connect (en md HKD)

Volume record (60,2 mds HKD) d'échanges côté « southbound » le 6 juillet 2020

Volume record (191,2 mds HKD) d'échanges côté « northbound » le 7 juillet 2020



Source : Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEX), NASDAQ, chiffres au 31 juillet 2020.

Introduction des actions A chinoises dans les indices

La Chine s'efforçant sans relâche d'ouvrir son économie et l'accès de ses marchés de capitaux, les investisseurs étrangers se sont mis à introduire des allocations aux actions A chinoises dans les portefeuilles de leurs clients ; les fournisseurs d'indice en ont pris bonne note. Après une période de consultation de plusieurs années et un délai de planification d'une année, MSCI a ajouté environ 230 actions chinoises de type A à l'indice MSCI Emerging Markets, à l'issue d'un processus à deux étapes, en mai et en août 2018.

Même modeste, à 0,8 % de l'indice MSCI Emerging Markets et 2,3 % de l'indice MSCI China sur la base d'un facteur d'inclusion partielle de 5 %, cette allocation marque une étape importante. MSCI a depuis relevé le facteur d'inclusion des actions A chinoises

à 20 %, tout en étendant l'univers couvert aux grandes et moyennes capitalisations, ainsi qu'aux valeurs du ChiNext.

D'après les données de MSCI, les actions chinoises pourraient en fin de compte représenter plus de 50% de l'indice MSCI Emerging Markets, avec un poids des actions A supérieur à 20%. Dans l'indice MSCI China, la pondération des actions domestiques pourrait atteindre presque 40 %.

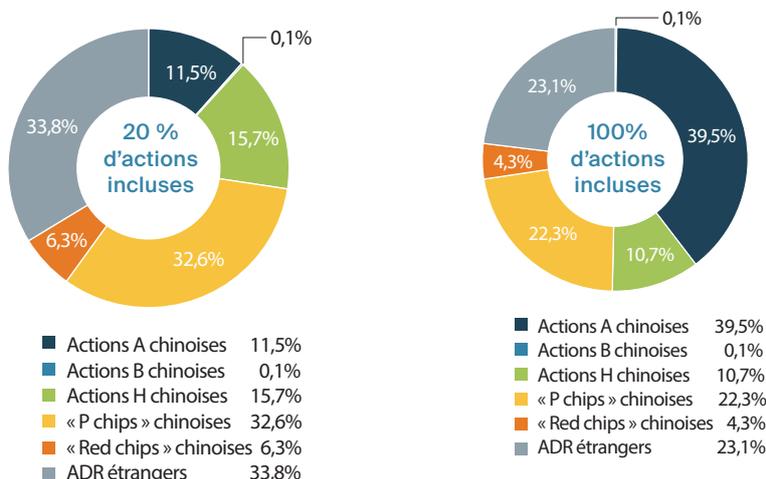
FTSE Russell, autre grand fournisseur d'indices, a engagé l'introduction des actions A chinoises dans ses indices, en trois étapes, à partir de juin 2019, sur la base de 25 % de la capitalisation boursière des titres éligibles, identifiés par l'univers de l'indice FTSE China A Stock Connect All Cap. Les actions chinoises de catégorie A représentent

aujourd'hui près de 6 % de l'indice FTSE Emerging et 0,7 % du FTSE Global All Cap.

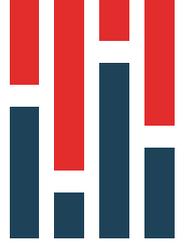
Initiées par deux des principaux fournisseurs d'indices de l'industrie, ces évolutions marquent un point d'inflexion pour les actions chinoises. Si la représentation complète des actions A reste peu probable à brève échéance, elle devrait progresser régulièrement pour se concrétiser d'ici cinq ans.

À mesure que la pondération indiciaire des actions chinoises évolue pour mieux représenter la capitalisation boursière et les volumes de transaction de ce marché, les valeurs chinoises pourraient enfin être reconnues comme une classe d'actifs à part entière.

Qu'attendre des cinq prochaines années ?



Source : MSCI, au 31 octobre 2020. MSCI mit tout en œuvre pour estimer le mieux possible les pondérations prévisionnelles sur la base de 100 % de valeurs incluses.



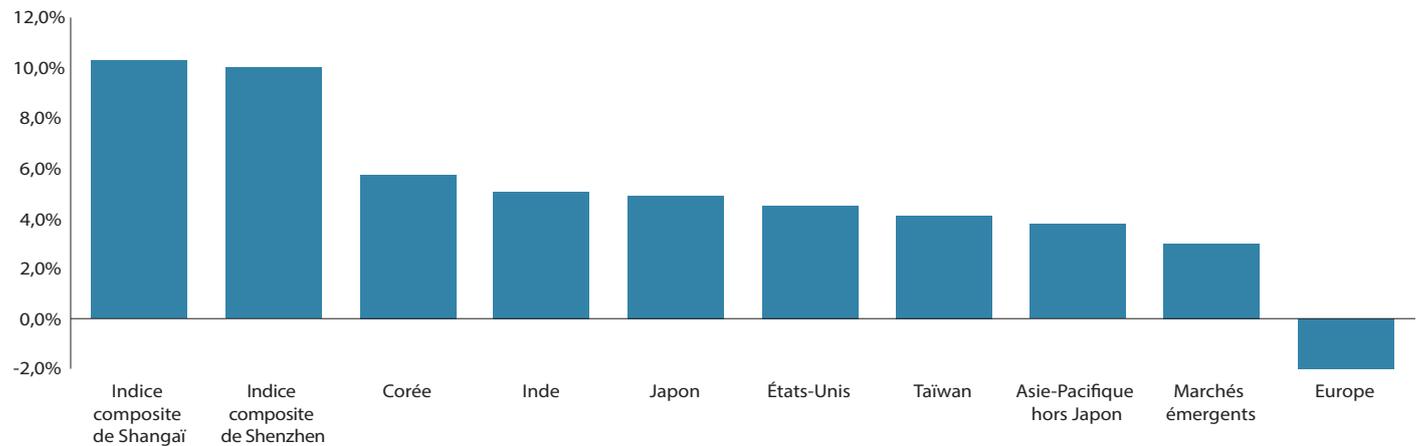
Un large spectre d'opportunités

L'ensemble du marché des actions chinoises, avec ses deux composants « onshore » et « offshore », offre aux investisseurs adeptes de la sélection de valeurs « bottom-up » un vaste vivier d'entreprises de qualité et de sources de croissance. Comparées à leurs pairs sur les autres grands marchés mondiaux, aux États-Unis, en Europe, au Japon et dans la région Asie-Pacifique, les sociétés chinoises affichent une progression de leurs bénéfices à long terme plus intéressante.

Sur le marché « offshore », la croissance des bénéfices enregistrés par les valeurs de l'indice MSCI China² au titre des années civiles 2020/2021 est estimée à -0,3%/19,9 %, tandis que le ratio cours-bénéfices anticipé à 12 mois (P/E) de l'indice s'élève à 15,3x. L'indice Hang Seng se négocie à 9,6 fois le PER environ, sur la base d'un taux de rendement des dividendes à 2,8 % pour l'année civile 2020. Sur le marché « onshore », les indices composites de Shanghai et Shenzhen se négocient respectivement à 12,7 et 20,9 fois le PER.

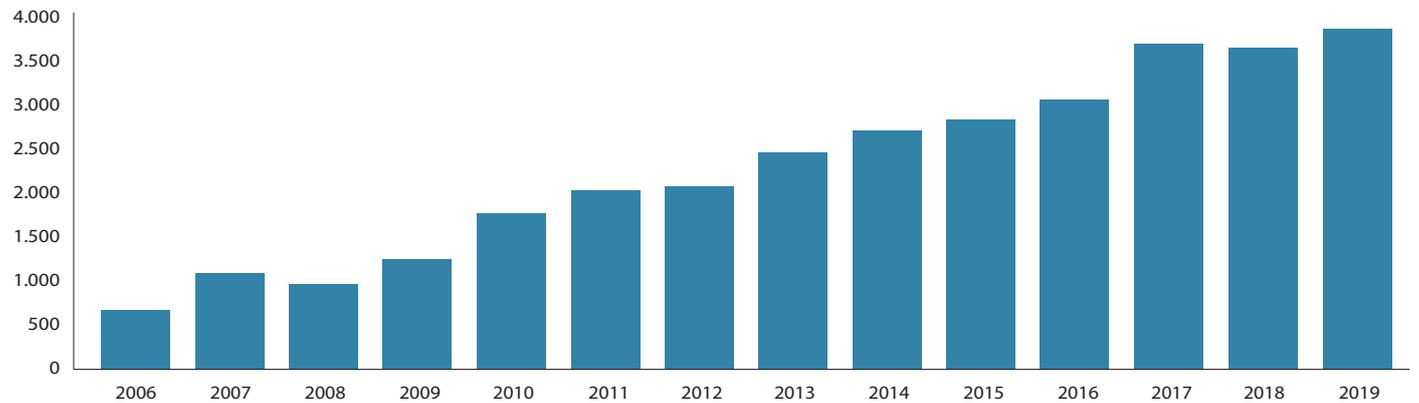
Une progression des bénéfices historiquement soutenue

BPA CAGR 2000 – 2020



Source : Bloomberg, FSSA Investment Managers. Croissance des BPA pondérée, variation annuelle, 30 septembre 2000 -2020 Chiffres de l'indice composite de la bourse de Shenzhen à partir du 30 septembre 2001.

Bénéfices cumulés des actions de catégorie A (en milliard RMB)



Source : FactSet, chiffres sur la base de l'année civile (AC).

Marché « offshore » vs marché « onshore »

Il se peut que les portefeuilles des investisseurs contiennent déjà des valeurs chinoises « offshore », de quelle manière l'introduction des actions A va-t-elle affecter l'allocation d'actifs ? S'il existe des chevauchements du fait de la double cotation de certaines sociétés dans les deux catégories A et H, le marché plus large des actions A qui couvre une palette plus vaste de secteurs économiques est considéré comme plus représentatif de l'économie chinoise sous-jacente.

Par exemple, les détaillants d'articles d'ameublement, d'articles ménagers et de marchandises diverses sont cotés exclusivement sur le marché des actions A, tandis que d'autres, tels que les distributeurs de produits alimentaires et les sociétés d'investissement immobilier cotées (REIT) diversifiées se négocient sur le marché des actions H, mais sont exclues de la catégorie A.

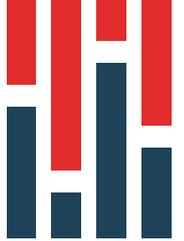
Au sein des actions de type A, les deux places financières domestiques présentent aussi quelques traits distinctifs. Pour des raisons historiques (proximité avec le siège du gouvernement à Pékin et rôle de place tournante du négoce international depuis la fin des années 1800), les entreprises publiques (SOE : State-Owned Enterprises), les grandes capitalisations et les acteurs de la « vieille économie » (secteur de la consommation, finance et industries traditionnelles) constituent l'essentiel des valeurs cotées à la bourse de Shanghai.

Le « Science and Technology Innovation Board » de la bourse de Shanghai (ou STAR Market) a été fondé en 2019 pour accueillir les start-ups chinoises du secteur de la « nouvelle économie » et des biotechnologies, ainsi que d'autres entreprises de « nouvelle génération ».

² Source : Comptes-rendus de marché de J.P. Morgan China et Hong Kong, octobre 2020.

Avec l'ouverture du marché chinois, puiser dans un éventail plus large d'opportunités

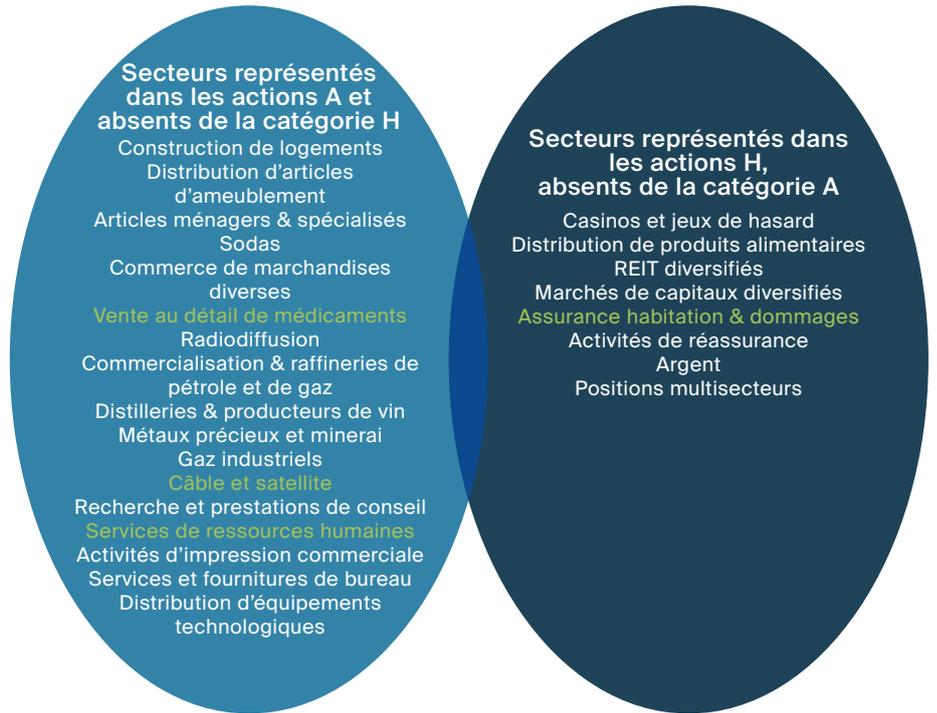
Janvier 2021



Parallèlement, la bourse de Shenzhen composée du « main board », du SME³ et du ChiNext regroupe les petites et moyennes entreprises et réunit un plus grand nombre de valeurs de la « nouvelle économie » et du secteur technologique.

Le ChiNext en particulier est l'équivalent du NASDAQ américain (ou de l'AIM au Royaume-Uni) et offre aux jeunes entreprises souhaitant lever des capitaux des conditions d'inscription à la cote moins contraignantes que le « main board ».

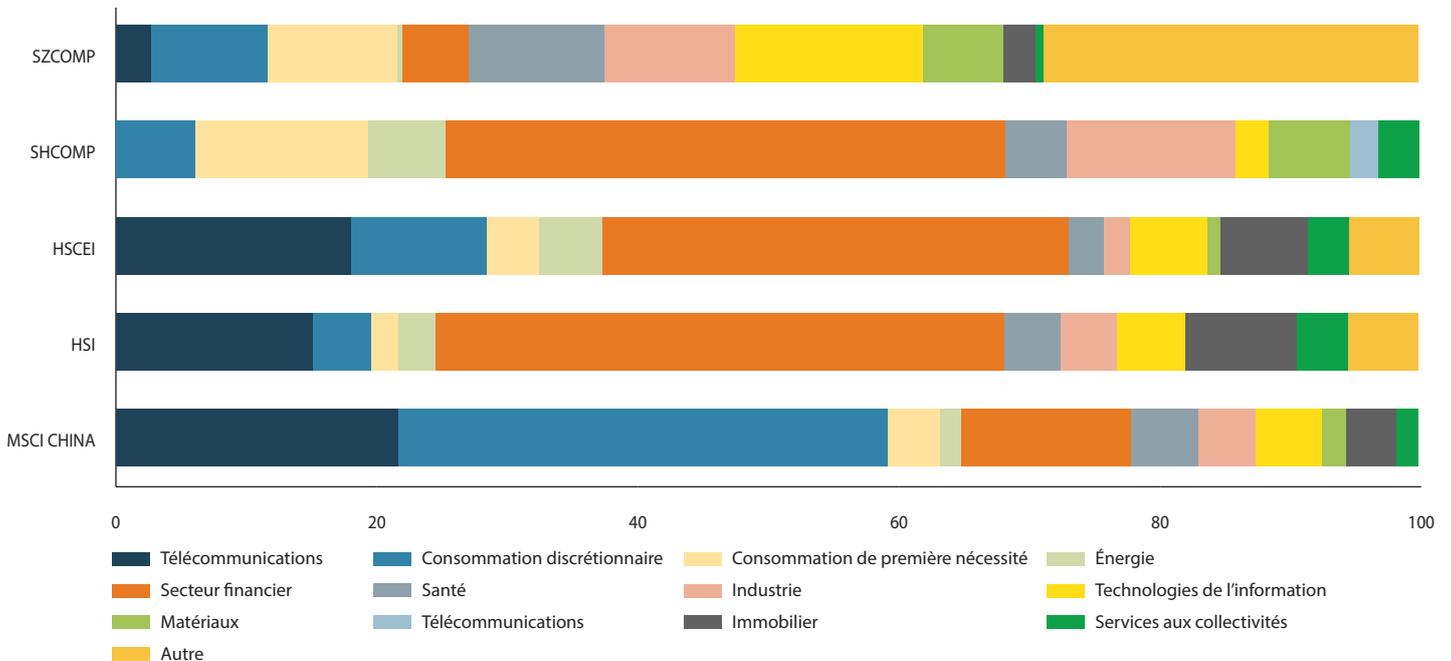
Sur le marché « offshore », les actions de catégorie H sont dominées par les financières, les grandes banques et institutions financières chinoises entrant volontiers à la cote de la bourse de Hong Kong pour lever des capitaux en dehors de la Chine. Les « red chips » sont particulièrement nombreuses l'énergie et les télécommunications, tandis que les « P-Chips » et les actions N sont surtout présentes dans le secteur de la consommation et des technologies.



Remarque : Les secteurs de la « Chine nouvelle » figurent en vert

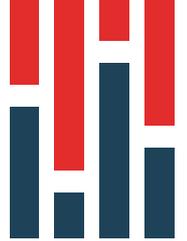
Source : Wind, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Indices chinois – différences sectorielles



Source : Bloomberg, FactSet, FSSA Investment Managers, données au samedi 31 octobre 2020.

³ Petites et moyennes entreprises



MSCI Chine : les dix pondérations principales de la période

2011	Pondération (%)	2020	Pondération (%)
China Mobile Limited	9,69	ADR sponsorisé d'Alibaba Group Holding Ltd.	20,33
Industrial and Commercial Bank of China Limited Actions H	6,47	Tencent Holdings Ltd.	15,52
China Construction Bank Corporation Actions H	6,02	Catégorie d'actions B de Meituan	4,70
CNOOC Limited	5,88	ADR sponsorisé, catégorie A, de JD.com, Inc.	2,47
PetroChina Company Limited Actions H	4,67	China Construction Bank Corporation Actions H	2,36
Bank of China Limited Actions H	4,07	Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd. Actions H	2,17
Tencent Holdings Ltd.	3,99	China Mobile Limited	1,33
China Life Insurance Co. Ltd. Actions H	3,33	ADR sponsorisé, catégorie A, de Baidu, Inc.	1,29
China Petroleum & Chemical Corporation Actions H	2,69	ADR sponsorisé de NetEase, Inc.	1,27
China Shenhua Energy Co. Ltd. Actions H	2,65	Industrial and Commercial Bank of China Limited Actions H	1,21

Source: MSCI, Factset, au 31 Oct de l'année correspondante.

Quelques considérations pour conclure

Le marché des actions A chinoises est encore relativement jeune et demeure, à l'instar de toute l'économie du pays, largement influencée et pilotée par l'État. Il est donc soumis à des facteurs idiosyncrasiques dont les investisseurs doivent être conscients.

Tout d'abord, les acteurs de marché sont avant tout des investisseurs particuliers, négociant souvent au moyen de comptes sur marge qui offrent un levier à leur exposition. Près de 80 % des transactions (en termes de volume) sont réalisées par des petits investisseurs particuliers et des opérateurs de marché au jour le jour, plus volontiers portés sur le court terme et la spéculation. Cela explique en grande partie la volatilité élevée du marché des actions A chinoises.

Pour y remédier, les cours des actions sont soumis à des seuils de variation quotidienne fixés à +/- 10 % ce qui empêche les investisseurs d'acheter ou de vendre des titres pendant les pics de volatilité. Si le prix d'une action touche la limite (supérieure ou inférieure), la négociation est automatiquement suspendue jusqu'au lendemain.

Les entreprises peuvent également interrompre volontairement les transactions sur leur titre pour prévenir les mouvements de vente jusqu'à l'issue de la période de volatilité. Pendant la débâcle des marchés mi 2015, plus de la moitié des entreprises émettrices d'actions cotées de type A ont suspendu la négociation de leur titre pour essayer d'enrayer l'hémorragie.

Lors de ces poussées de volatilité, les courtiers et les banques publics sont souvent enrôlés dans un « service national » consistant à exécuter des transactions prescrites par l'État pour soutenir les cours. Ce service national peut également être mis à contribution pour doper le sentiment de marché à la veille des dates importantes de l'agenda politique.

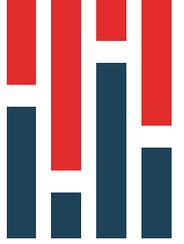
Ces interventions perturbent le mécanisme de formation des prix et peuvent à court terme favoriser l'émergence d'inefficiences de marché. Elles offrent néanmoins des opportunités attrayantes de génération d'alpha aux investisseurs actifs qui, dans une démarche de long terme, peuvent identifier les anomalies de valorisation grâce à une approche fondamentale et de robustes modèles d'évaluation.

Gamme des fonds proposés dans la stratégie FSSA Investment Managers China

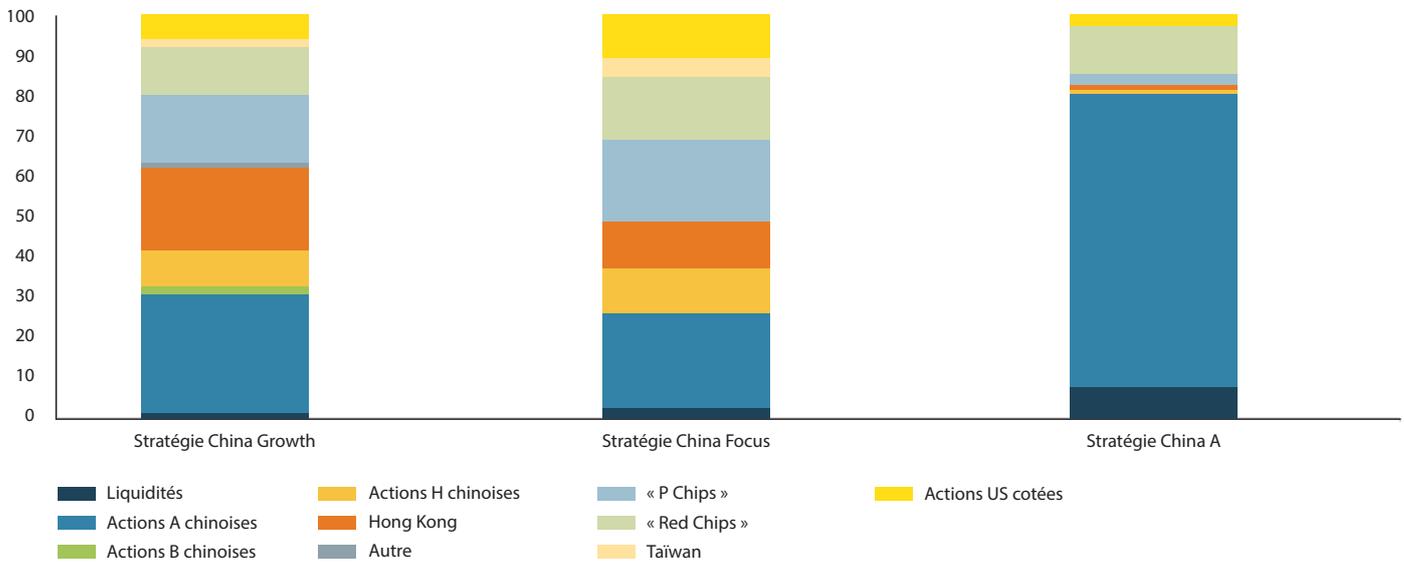
	China Growth	China Focus	China A Shares
Date de création	Mai 1992	Janvier 2008	Octobre 2009 / juin 2019
Gérant	Martin Lau	Helen Chen	Winston Ke
Indice	Indice MSCI China	Indice MSCI China	Indice MSCI China
Nombre de positions	40-60	40-60	30-50
Allocation classique aux actions A	25%	25%	70-80%
Structure du fonds	Fonds VCC Dublin	Fonds VCC Dublin	Fonds QIAIF/VCC Dublin

Avec l'ouverture du marché chinois, puiser dans un éventail plus large d'opportunités

Janvier 2021



La gamme de fonds chinois de FSSA



Source : First Sentier Investors, au 31 octobre 2020.

Notre équipe

Nous gérons 28,7 milliards de dollars[^] pour le compte de clients établis dans le monde entier. Autonome au sein de First Sentier Investors, notre équipe de professionnels de la gestion est présente à Hong Kong, Singapour, Tokyo et Édimbourg.

Adeptes de l'approche « bottom-up », nous utilisons la recherche et l'analyse fondamentales pour construire des portefeuilles de forte conviction. Nous rencontrons directement plus d'un millier d'entreprises chaque année, en nous efforçons d'identifier les sociétés de qualité et visons un horizon d'investissement long.

Actionnaires responsables et de long terme, nous avons intégré l'analyse des facteurs ESG dans notre processus d'investissement et nous nous engageons avec détermination sur les thématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG).

Approche d'investissement

En synthèse, notre approche d'investissement repose sur :

- une sélection « bottom-up » des valeurs
- des sociétés de qualité
- une discipline rigoureuse en matière de valorisation
- des investissements à long terme
- une vision privilégiant la performance absolue
- une absence de sensibilité aux indices.

[^] Au 30 septembre 2020

Avec l'ouverture du marché chinois, puiser dans un éventail plus large d'opportunités

Janvier 2021



Informations importantes

Ce document a été élaboré à des fins d'information uniquement et vise seulement à fournir une synthèse du sujet évoqué ; il ne saurait prétendre représenter une étude complète. Les opinions exprimées sont celles de l'auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer au fil du temps. Elles ne sauraient constituer un conseil en investissement et/ou une recommandation et ne doivent pas servir de fondement à une quelconque décision d'investissement. Ce document n'est pas un document promotionnel et ne saurait constituer une offre, invitation ou recommandation d'investissement incitant à distribuer ou acheter des titres, parts, unités ou autres, ou encore à conclure une convention d'investissement. Nul ne doit se fier au contenu et/ou agir sur la base des informations figurant dans ce document.

Le présent document est confidentiel et ne doit pas être copié, reproduit, diffusé ou transmis, en totalité ou en partie, sous quelque forme ou par quelque moyen que ce soit, sans notre consentement écrit préalable. Les informations contenues dans ce document ont été obtenues à partir de sources jugées fiables et rigoureuses au moment de la publication, mais aucune déclaration ou garantie (express ou implicite) n'est exprimée en matière d'équité, d'exactitude ou d'exhaustivité desdites informations. Nous déclinons toute responsabilité quant aux pertes découlant directement ou indirectement de l'utilisation de ces informations.

Les occurrences de « nous », « nos » et « notre » font référence à First Sentier Investors.

Publié au Royaume-Uni par First Sentier Investors (UK) Funds Limited société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority, sous l'immatriculation 143359. Siège social : Finsbury Circus House, 15 Finsbury Circus, Londres, EC2M 7EB, numéro 2294743 au registre du commerce et des sociétés britanniques. Dans l'EEE, publié par First Sentier Investors (Irlande) Limited, société agréée et réglementée par la banque centrale irlandaise (sous l'immatriculation C182306) pour ses activités de réception et de transmission d'ordres. Siège social : 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlande numéro 629188. En dehors du Royaume-Uni et de l'EEE publié par First Sentier Investors International IM Limited, société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, sous l'immatriculation 122512. Siège social : 23 St. Andrew Square, Édimbourg, EH2 1BB ; numéro SC079063 au registre du commerce et des sociétés britannique.

Certains fonds mentionnés dans le présent document sont des compartiments de First Sentier Investors Global Umbrella Fund plc, une société d'investissement à capital variable et à compartiments multiples enregistrée en Irlande (fonds « VCC »). Vous trouverez des informations supplémentaires dans le Prospectus et le Document d'Information Clé pour l'Investisseur du VCC que vous pouvez obtenir gratuitement en en faisant la demande écrite à : Client Services, First Sentier Investors, 1 Grand Canal Square, Grand Canal Harbour, Dublin 2, Ireland ou en téléphonant au +353 1 635 6798 entre 9 h et 17 h (heure de Dublin), du lundi au vendredi, ou encore sur notre site internet www.firstsentierinvestors.com. Les appels téléphoniques peuvent être enregistrés. La distribution ou l'achat de parts du fonds ou encore la conclusion d'une convention d'investissement avec First Sentier Investors peuvent faire l'objet de restrictions dans certaines juridictions.

Représentant et agent de paiement en Suisse : Le représentant et agent de paiement en Suisse est BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, 8002 Zurich, Suisse. Se procurer la documentation adéquate : Vous pouvez obtenir le prospectus, les Documents d'Information Clé pour l'Investisseur (DIC), l'acte constitutif ainsi que les rapports annuels et semestriels gratuitement auprès du représentant en Suisse.

Les entités de First Sentier Investors mentionnées dans le présent document font partie de First Sentier Investors qui est membre de MUFG, un groupe financier mondial. First Sentier Investors regroupe plusieurs entités dans différents pays. MUFG et ses filiales ne sauraient garantir ni la performance d'un quelconque investissement ou d'une quelconque entité visés dans ce document, ni le remboursement du capital. Les investissements mentionnés ne constituent pas des dépôts effectués auprès de MUFG ni d'autres engagements de celle-ci ou de ses filiales ; en outre, ils sont exposés à des risques d'investissement y compris le risque de perte des revenus et du capital investi.

Copyright © (2021) First Sentier Investors

Tous droits réservés.