

# Valeur Intrinsèque

---

Rapport annuel au 31 décembre 2015

# VALEUR INTRINSEQUE

<b><u>NATURE JURIDIQUE DE L'OPCVM</u></b> :	Fonds commun de placement (F.C.P.) de droit français.
<b><u>CLASSIFICATION</u></b> :	ACTIONS INTERNATIONALES.
<b><u>AFFECTATION DES SOMMES DISTRIBUABLES</u></b> :	Capitalisation du résultat et des plus-values nettes réalisées

## OBJECTIF DE GESTION

Le F.C.P. Valeur Intrinsèque vise à obtenir une appréciation du capital investi, sur un horizon de placement de 5 ans par le biais de la gestion discrétionnaire d'un portefeuille principalement investi en actions internationales.

Le F.C.P. Valeur Intrinsèque ne comporte aucune garantie de performance.

## INDICATEUR DE REFERENCE

L'adoption d'une gestion purement discrétionnaire basée sur la sélection d'un nombre limité de titres à partir de critères purement fondamentaux rend toute comparaison avec un indicateur de référence inopérante.

Toutefois, à des fins de lisibilité et à titre informatif, la performance du F.C.P. obtenue pourra être rapprochée a posteriori de l'indice MSCI World dividendes réinvestis exprimé en euros.

Cet indice est représentatif des marchés actions internationales, son calcul inclut les dividendes des actions qui le composent.

## PROFIL DE RISQUE

Votre argent sera principalement investi dans des instruments financiers sélectionnés par la société de gestion. Ces instruments connaîtront les évolutions et aléas des marchés.

Le F.C.P. Valeur Intrinsèque investit principalement en actions internationales.

Au travers du F.C.P. Valeur Intrinsèque, le porteur s'expose principalement aux risques suivants :

- Risque de perte en capital

L'OPCVM ne bénéficie d'aucune garantie ni de protection du capital investi.

Les investisseurs doivent être conscients que le risque de perte en capital ne peut être exclu.

Le risque de perte en capital survient lors de la vente d'une part à un prix inférieur à sa valeur d'achat.

- Risque de gestion discrétionnaire

La stratégie d'investissement appliquée à l'OPCVM a pour conséquence, du fait des critères d'investissement utilisés, de limiter fortement le nombre de titres susceptibles de faire l'objet d'un investissement. De plus, les décisions de gestion sont prises sans recourir à l'analyse macro-économique et sans chercher à prévoir ou à profiter de mouvement à court terme.

Durant certaines périodes les performances du F.C.P. peuvent de ce fait, être inférieures à celles des indices ou à d'autres types de gestions qui seraient plus en phase avec les modes et les tendances des marchés. Le style de gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des différents titres (actions, produits de taux). Il existe un risque que l'OPCVM ne soit pas investi à

tout moment sur les marchés les plus performants. En outre la valeur liquidative du fonds peut avoir une performance négative et donc baisser.

- Risque Actions

L'OPCVM est exposé au risque actions, titres et valeurs assimilées.

L'attention du souscripteur est attirée sur le fait que l'OPCVM est exposé en permanence entre 60% et 100% de l'actif sur les marchés d'actions des pays européens et nord-américains et, dans la limite de 10% de l'actif, en actions des autres pays de l'OCDE. La valeur liquidative du F.C.P. est susceptible de varier en fonction des évolutions des cours des titres en portefeuille.

Les évolutions des cours des titres peuvent être le fait des mouvements de marché, de la conjoncture économique et également de facteurs impactant directement telle ou telle valeur en portefeuille.

Une baisse des marchés actions peut entraîner une baisse de la valeur liquidative du F.C.P.

- Risque lié aux marchés de petite capitalisation boursière

Le F.C.P. est exposé au risque de liquidité du fait de la faible capitalisation de certaines sociétés dans lesquelles le F.C.P. est susceptible d'investir dans la limite de 20% de l'actif. A ce titre l'attention des investisseurs est attirée sur le fait que le marché des petites capitalisations est destiné à recevoir des sociétés qui en raison de leurs caractéristiques spécifiques peuvent représenter des risques pour les investisseurs.

Les mouvements de baisse de ces marchés peuvent être plus marqués et plus rapides, et peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative du F.C.P.

- Risque de change

L'OPCVM est exposé au risque de change du fait du caractère international d'une partie des titres et actifs en portefeuille. Le risque de change correspond au risque de baisse des devises d'investissement par rapport à la devise de référence du portefeuille, l'euro.

Chaque part (I, P, H et M) répond à une stratégie précise d'exposition au risque de change : en cas de baisse d'une devise par rapport à l'euro, la valeur liquidative de chacune de parts pourra baisser en fonction de son niveau d'exposition à ce risque, ainsi défini :

- (1) Parts I et P : Le risque de change en titres libellés dans une autre devise que l'euro est compris entre 0% et 100%.
- (2) Part H : Le risque de change pour des devises autres que l'euro reste accessoire du fait de la mise en œuvre d'une politique de couverture de change des opérations d'achat de titres libellés en devises différentes de l'euro.
- (3) Parts M : Le risque de change est de 100% sur la part de l'actif du FCP investi en titres libellés dans une autre devise que l'euro.

- Risque de taux

Une partie du portefeuille non investie en actions internationales peut être investie en produits de taux d'intérêt. Le risque de taux est le risque de hausse des taux lorsque les placements sont réalisés à taux fixe (ne pas profiter de cette hausse des rendements) et le risque de baisse des taux lorsque les placements sont réalisés à taux variables (baisse des rendements des placements réalisés).

Une hausse des taux peut entraîner une baisse de la valeur liquidative du F.C.P.

- Risque de volatilité

Le portefeuille de l'OPCVM est particulièrement concentré. Afin de limiter l'impact possible de la volatilité à court terme sur la valeur du portefeuille, il peut être judicieux pour les investisseurs de répartir leur investissement en plusieurs souscriptions.

L'impact de la volatilité sur la valeur du portefeuille peut entraîner une baisse de la valeur liquidative.

- Risque de contrepartie

Le F.C.P. peut subir une perte en cas de défaillance d'une contrepartie avec laquelle ont été réalisées certaines opérations.

Une perte en cas de défaillance d'une contrepartie avec laquelle ont été réalisées certaines opérations peut entraîner une baisse de la valeur liquidative.

- Risque de crédit

Il s'agit du risque de baisse de la qualité de crédit d'un émetteur ou de défaut de ce dernier. La valeur des titres de créance et obligations dans lesquels est investi l'OPCVM peut baisser entraînant une baisse de la valeur liquidative.

**VALEUR INTRINSEQUE**  
**Au 31 décembre 2015**

**Changements intéressant l'OPCVM intervenus  
au cours de la période sous revue :**

**1) 28 janvier 2015 : Mise à jour du DICI**

Le Document d'Information Clé pour l'Investisseur a été mis à jour des performances de l'année 2014 et des frais courants au 31 décembre 2014. Il a également été mis en harmonie avec la mise à jour du prospectus de l'instruction AMF 2011-19 effectuée le 28/11/2014.

# RAPPORT DE GESTION

## 1. Performances

La valeur liquidative du fonds est en baisse, sur l'exercice 2015, de -16,6% pour la part P, de -15,8% pour la part I et de -15,5% pour la part H, et de -11,4% pour la part M<sup>(1)</sup>. Sur la même période, la performance de l'indice représentatif de la catégorie "actions internationales", le MSCI World (EUR) dividendes réinvestis, s'est élevée à +10,4%.

Pour mémoire, depuis la création du fonds le 6 juin 2001, la performance cumulée a été de +92,3% pour la part P et de +108,7% pour la part I<sup>(2)</sup>. Sur la même période, la performance de l'indice MSCI World (EUR) dividendes réinvestis s'est élevée à +51,8%.

Ainsi, 1 000 €, investis dans Valeur Intrinsèque à sa création, valaient-ils, au 31 décembre 2015, 1 923 € pour un investissement en part P et 2 087 € pour un investissement en part I. Placés dans l'indice MSCI World (EUR) dividendes réinvestis, 1 000 € auraient représenté à cette même date 1 518 €.

Données en pourcentage

	Valeur Intrinsèque (part P)	MSCI World (EUR) dividendes réinvestis	Différence
2001*	14,8	(14,9)	29,7
2002	(22,1)	(32,0)	9,9
2003	32,9	10,7	22,2
2004	16,3	6,5	9,8
2005	14,5	26,2	(11,7)
2006	13,2	7,4	5,8
2007	(11,3)	(1,7)	(9,6)
2008	(38,1)	(37,6)	(0,5)
2009	57,2	25,9	31,3
2010	19,7	19,5	0,2
2011	(17,4)	(2,4)	(15,0)
2012	22,6	14,0	8,6
2013	26,8	21,2	5,6
2014	(3,1)	19,5	(22,6)
2015	(16,6)	10,4	(27,0)
TRA**	4,6%	2,9%	
Performance cumulée	92,3%	51,8%	

\* Création du fonds le 6 juin 2001

\*\* Taux de rentabilité annualisé depuis la création

(1) : Les parts P et I font l'objet d'une couverture partielle du risque de change "non euro", la part H fait l'objet d'une couverture systématique de ce même risque de change, la part M ne fait l'objet d'aucune couverture.

(2) : La part H a été créée le 27 novembre 2012, la part M le 27 mars 2013.

## **2. Evolution de l'actif net en 2015**

En millions d'euros

Actif net 31.12.14	+/- values réalisées	Dividendes nets	Frais de gestion	Autres frais	Variation +/- values latentes	Souscriptions / rachats	Actif net 31.12.15
256,9	15,1	2,3	-3,3	-0,4	-42,2	-78,8	149,7

En 2015, le nombre de parts en circulation est passé de 106 495,65 parts (toutes classes confondues) à 73 707,70 parts. Les dividendes nets ont représenté 1,1% de l'actif net moyen, et les frais de gestion 1,6%.

Les montants de plus/moins values réalisées ainsi que les variations des plus/moins values latentes incluent l'impact des variations de changes et de leur couverture éventuelle. Pour rappel, les parts H font l'objet d'une couverture systématique par rapport à l'euro, les parts I et font l'objet d'une couverture "pragmatique" (à savoir un taux de couverture généralement compris entre 25% et 100%) et les parts M ne font l'objet d'aucune couverture.

L'inventaire détaillé du portefeuille titres de Valeur Intrinsèque au 31 décembre 2015, intégrant les plus ou moins values latentes sur actions, est présenté en page suivante.

## Inventaire du portefeuille titres au 31 décembre 2015

Devise	Valeur	PRU (1)	Cours	Prix de revient devise	Valeur boursière devise	Valeur boursière EUR	EUR +/- V (2)	% +/- V (3)	% AN (4)
<b>EUR</b>	ArcelorMittal	6,5	3,897	15 780 213	9 486 070	9 486 070	-6 294 144	-39,9 %	6,3 %
	Salzgitter AG	22,9	22,725	4 515 473	4 471 576	4 471 576	-43 898	-1,0 %	3,0 %
	Thermador Groupe	72,1	87,00	1 979 437	2 387 715	2 387 715	408 278	20,6 %	1,6 %
	Vallourec SA	11,3	8,60	6 376 377	4 871 900	4 871 900	-1 504 477	-23,6 %	3,3 %
					<b>21 217 260</b>	<b>21 217 260</b>	<b>-7 434 240</b>	<b>-25,9 %</b>	<b>14,2 %</b>
<b>GBP</b>	Anglo American Plc	3,5	2,9945	3 410 636	2 933 745	3 980 387	-739 838	-15,7 %	2,7 %
	Glencore	0,8	0,9048	2 003 728	2 186 149	2 966 079	192 369	6,9 %	2,0 %
	Lonmin Plc	1,5	0,835	617 349	353 205	479 214	-373 569	-43,8 %	0,3 %
	Rolls-Royce Holdings Plc	5,2	5,75	1 934 811	2 141 300	2 905 230	166 257	6,1 %	1,9 %
	South32 Limited	0,9	0,525	1 924 648	1 160 250	1 574 181	-1 113 108	-41,4 %	1,1 %
					<b>8 774 648</b>	<b>11 905 092</b>	<b>-1 867 888</b>	<b>-13,6 %</b>	<b>8,0 %</b>
<b>DKK</b>	D/S Norden	176,2	122,10	136 026 931	94 266 695	12 631 799	-5 623 539	-30,8 %	8,4 %
					<b>94 266 695</b>	<b>12 631 799</b>	<b>-5 623 539</b>	<b>-30,8 %</b>	<b>8,4 %</b>
<b>NOK</b>	Subsea 7	70,0	63,05	69 738 295	62 848 681	6 536 354	-1 475 546	-18,4 %	4,4 %
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	154,9	141,40	25 097 194	22 913 304	2 383 017	-690 583	-22,5 %	1,6 %
					<b>85 761 986</b>	<b>8 919 371</b>	<b>-2 166 129</b>	<b>-19,5 %</b>	<b>6,0 %</b>
<b>USD</b>	American Express	75,0	69,55	3 719 851	3 449 680	3 175 624	-37 932	-1,2 %	2,1 %
	America's Car-Mart	37,4	26,69	5 871 773	4 186 620	3 854 018	-446 299	-10,4 %	2,6 %
	Bed Bath & Beyond Inc	61,3	48,25	3 861 107	3 039 750	2 798 260	-6 809	-0,2 %	1,9 %
	Cummins	118,5	88,01	7 231 118	5 368 610	4 942 106	-666 013	-11,9 %	3,3 %
	Deere & Company	86,1	76,27	14 215 372	12 588 364	11 588 294	623 356	5,7 %	7,7 %
	Diamond Offshore Drilling Inc	27,3	21,10	9 926 437	7 674 492	7 064 800	-1 619 109	-18,6 %	4,7 %
	International Business Machines Corp	154,4	137,62	13 046 301	11 628 890	10 705 045	-682 901	-6,0 %	7,2 %
	Leucadia National Corp.	24,8	17,39	19 233 677	13 492 675	12 420 763	-2 414 684	-16,3 %	8,3 %
	Posco	39,7	35,36	8 360 933	7 453 640	6 861 494	-672 305	-8,9 %	4,6 %
	Rowan Companies plc	19,3	16,95	7 527 796	6 594 906	6 070 980	-412 516	-6,4 %	4,1 %
	Tenaris	27,7	23,80	3 770 765	3 241 560	2 984 038	-537 574	-15,3 %	2,0 %
	Ternium SA	14,4	12,43	7 562 860	6 506 931	5 989 994	-744 995	-11,1 %	4,0 %
	Transocean Ltd	16,7	12,38	8 400 912	6 231 919	5 736 830	-1 810 697	-24,0 %	3,8 %
					<b>91 458 037</b>	<b>84 192 246</b>	<b>-9 428 478</b>	<b>-10,1 %</b>	<b>56,3 %</b>
					<b>Total</b>	<b>138 865 769</b>	<b>-26 520 274</b>	<b>-16,0 %</b>	<b>92,8 %</b>

(1) Prix de revient unitaire.

(2) Plus ou moins values en euros. Les plus ou moins values en euros incluent les variations de devises.

(3) Plus ou moins values en pourcentage. Les plus ou moins values en pourcentage incluent les variations de devises

(4) Pourcentage de l'actif net



### **3. Evolution de la composition du portefeuille en 2015 et analyse de sa structure actuelle**

Le renouvellement du portefeuille s'est poursuivi en 2015, avec la cession totale ou partielle de 19 valeurs (représentant près de 44% du portefeuille valorisé au 31/12/2014) et l'ajout de 14 nouveaux investissements (représentant environ 41% du portefeuille valorisé au 31/12/2015) ainsi que le renforcement de 6 positions existantes (pour près de 16% du portefeuille valorisé au 31/12/2015)

#### **Principales opérations de la période**

Cession totale ou partielle de positions ayant atteint, au moment de l'opération, des niveaux de valorisation trop élevés par rapport à leur valeur économique à long terme : America's Car-Mart (Etats-Unis), Bed Bath & Beyond (Etats-Unis), Lectra (France), Electrocomponents (Royaume-Uni), Manitou (France), Mayr-Melnhof (Autriche), Société FFP (France), TGS Nopec (Norvège) et Vicat (France).

Cession totale de positions valorisées de manière optimiste mais toujours raisonnable afin de dégager de la trésorerie pour réinvestir dans de meilleures opportunités : Fairfax Financial (Canada), Loews (Etats-Unis) et Markel Corp. (Etats-Unis).

Constitution/renforcement de positions dans des valeurs présentant au moment de leurs constitutions des décotes boursières importantes et des potentiels de croissance profitable à long terme :

- Décote par rapport au Prix/Free Cash-Flow : American Express (Etats-Unis), Cummins (Etats-Unis), Deere & Company (Etats-Unis), IBM (Etats-Unis), Rolls-Royce (Royaume-Uni) et Tenaris (Luxembourg).
- Décote par rapport au Prix/Valeur d'Actif Retraité :
  - . Services pétroliers : Diamond Offshore Drilling (Etats-Unis), Rowan Companies (Etats-Unis), Subsea 7 (Norvège) et Transocean (Etats-Unis)
  - . Sidérurgie : ArcelorMittal (Luxembourg), Posco (Corée du Sud), Salzgitter (Allemagne), Ternium (Luxembourg) et Vallourec (France).
  - . Transport maritime : D/S Norden (Danemark)
  - . Mines : Anglo-American (Royaume-Uni), Glencore (Suisse) et South32 (Australie).
  - . Holdings : Leucadia National (Etats-Unis)

Au 31 décembre 2015, le fonds est investi en actions à hauteur de 92,8% de la valeur d'actif net, contre 79,2% à fin 2014.

## Portefeuilles titres comparés à fin 2014 et fin 2015

### Portefeuille au 31 décembre 2014

Devise	Valeur	Cours	% AN
EUR	Bénéteau	11,61	2,2%
	Lectra	9,14	2,0%
	L'Oréal	139,30	2,1%
	Manitou	12,20	2,0%
	Mayr-Melnhof Karton	86,00	1,4%
	Société F.F.P.	49,99	1,8%
	Thermador Groupe	71,01	1,1%
	Vallourec SA	22,75	3,0%
	Vicat	59,60	2,1%
			<b>17,8%</b>
GBP	Admiral Group	13,22	1,2%
	Electrocomponents	2,15	0,9%
	Tesco	1,89	4,3%
		<b>6,4%</b>	
CHF	Swissquote	31,20	2,0%
			<b>2,0%</b>
DKK	D/S Norden	131,40	8,8%
		<b>8,8%</b>	
NOK	TGS-NOPEC Geophysical Co.	161,70	2,6%
		<b>2,6%</b>	
USD	Alleghany Corporation	463,50	1,3%
	America's Car-Mart	53,38	4,8%
	Bed Bath & Beyond Inc	76,17	4,8%
	Cummins	144,17	2,2%
	Deere & Company	88,47	4,9%
	Diamond Offshore Drilling Inc	36,71	2,5%
	International Business Machines Corp	160,44	2,1%
	Leucadia National Corp.	22,42	4,9%
	Loews Corporation	42,02	3,7%
	Markel Corp.	682,84	4,9%
	Rowan Companies plc	23,32	2,3%
			<b>38,2%</b>
	CAD	Fairfax Financial Holdings Limited	608,78
		<b>3,4%</b>	
<b>Total</b>			<b>79,2%</b>
<b>Cash</b>			<b>20,8%</b>

### Portefeuille au 31 décembre 2015

Devise	Valeur	Cours	% AN
EUR	ArcelorMittal	3,90	6,3%
	Salzgitter AG	22,73	3,0%
	Thermador Groupe	87,00	1,6%
	Vallourec SA	8,60	3,3%
			<b>14,2%</b>
	GBP	Anglo American Plc	2,99
	Glencore	0,90	2,0%
	Lonmin Plc	0,84	0,3%
	Rolls-Royce Holdings Plc	5,75	1,9%
	South32 Limited	0,53	1,1%
		<b>8,0%</b>	
DKK	D/S Norden	122,10	8,4%
		<b>8,4%</b>	
NOK	Subsea 7	63,05	4,4%
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	141,40	1,6%
		<b>6,0%</b>	
USD	American Express	69,55	2,1%
	America's Car-Mart	26,69	2,6%
	Bed Bath & Beyond Inc	48,25	1,9%
	Cummins	88,01	3,3%
	Deere & Company	76,27	7,7%
	Diamond Offshore Drilling Inc	21,10	4,7%
	International Business Machines Corp	137,62	7,2%
	Leucadia National Corp.	17,39	8,3%
	Posco	35,36	4,6%
	Rowan Companies plc	16,95	4,1%
	Tenaris	23,80	2,0%
	Ternium SA	12,43	4,0%
	Transocean Ltd	12,38	3,8%
		<b>56,3%</b>	
<b>Total</b>			<b>92,8%</b>
<b>Cash</b>			<b>7,2%</b>

## Principaux contributeurs/détracteurs de performance

Principaux contributeurs		Principaux détracteurs	
Markel Corp.	1,00%	ArcelorMittal	-2,53%
Tesco	0,86%	Leucadia National	-1,89%
Manitou	0,74%	America's Car-Mart	-1,60%
Lectra	0,55%	Bed Bath & Beyond	-1,34%
Bénéteau	0,48%	Cummins	-1,05%
<b>Total</b>	<b>3,63%</b>	<b>Total</b>	<b>-8,41%</b>

Les données quantitatives fournies dans ce tableau sont des estimations effectuées selon les méthodes développées par Pastel & Associés et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

## Impact des devises sur la performance du fonds

Contribution des devises après couverture (parts P et I uniquement)		Contribution théorique hors couverture des devises	
US Dollar	0,27%	US Dollar	4,87%
Franc Suisse	0,27%	Franc Suisse	0,27%
Couronne Danoise	-0,02%	Couronne Danoise	-0,02%
Dollar Canadien	-0,11%	Dollar Canadien	-0,11%
Livre Sterling	-0,16%	Livre Sterling	-0,16%
Couronne Norvégienne	-0,48%	Couronne Norvégienne	-0,48%
<b>Total</b>	<b>-0,23%</b>	<b>Total</b>	<b>4,37%</b>

Les données quantitatives fournies dans ces tableaux sont des approximations effectuées selon les méthodes développées par Pastel & Associés et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

Une partie du risque de change, résultant des investissements réalisés dans des devises "non euro", continue d'être couverte par des ventes à terme de devises contre euro pour les parts P et I, l'exposition au risque de change "non euro" de la part H étant accessoire du fait d'une politique systématique de couverture de change.

## Structure du portefeuille par niveau de valorisation :

- Positions présentant une décote significative par rapport au Prix/Free Cash-Flow : 30,3% du portefeuille
- Positions présentant une décote significative par rapport au Prix/Valeur d'Actif Retraité : 60,9% du portefeuille
- Positions valorisées aujourd'hui en bourse de manière plus optimiste mais toujours raisonnable : 1,6% (Thermador en France)
- Liquidités : 7,2% du portefeuille

Au 31 décembre 2015, la part du portefeuille exprimée en devise de cotation et avant prise en compte des couvertures de change, présente la structure suivante, les données à fin 2014 étant fournies à titre indicatif :

	2015	2014
Dollar US :	56,2%	38,2%
Euro :	14,2%	17,8%
Livre Sterling :	8,0%	6,4%
Autres :	14,4%	16,8%
Liquidités (€) :	7,2%	20,8%

Au 31 décembre 2015, la répartition sectorielle du portefeuille est la suivante, les données à fin 2014 étant fournies à titre indicatif <sup>(1)</sup> :

	2015	2014
Industrie lourde :	23,2%	3,0%
Services pétroliers :	18,6%	7,3%
Biens d'équipement	11,0%	9,3%
Transport :	8,4%	8,8%
Holdings :	8,3%	18,7%
Service aux entreprises :	7,2%	3,0%
Extraction de matières premières :	6,0%	0,0%
Distribution de détail non alimentaire :	4,4%	9,5%
Autres :	5,7%	19,6%
Liquidités (€) :	7,2%	20,8%

(1) : A la suite d'un changement de classification sectorielle de certaines entreprises, la répartition à fin 2014 peut différer des données précédemment publiées.

#### **4. Point sur les sociétés en portefeuille**

La plupart des sociétés récemment rentrées en portefeuille subissent depuis deux à trois ans des baisses significatives de leurs profits et souvent aussi de leurs chiffres d'affaires. Nous avons investi dans ces sociétés pleinement conscients des difficultés qu'elles étaient en train de rencontrer. Etant nous-mêmes gérants d'entreprise, nous savons que rares sont les entreprises qui connaissent une croissance linéaire de leur activité et de leurs profits. Et cela n'en fait pas pour autant de mauvaises entreprises, ni de mauvais investissements.

Pour l'instant, que ce soit dans le secteur de l'équipement agricole et de construction, les services para-pétroliers, la sidérurgie ou l'extraction minière, rien n'indique une reprise de l'activité. Les agriculteurs en Amérique du Nord et en Europe ont profité de la hausse du prix des matières premières agricoles pendant la décennie 2000 pour renouveler et augmenter leurs équipements. Deere s'attend ainsi à une baisse de plus de 20% de ses ventes d'équipement en 2015. Le boom sur la même période du transport maritime de matières premières, combiné à des possibilités de financement bon marché, a conduit à la constitution d'un excédent d'offre ; de même pour les services para-pétroliers, qui voient leur "backlog" de projets diminuer rapidement suite à la forte baisse des investissements de la part des producteurs. Le ralentissement de l'économie chinoise et l'absence pour le moment de relai de croissance dans le reste du monde ainsi que la stratégie de renforcement de sa part de marché par l'OPEP aggravent encore les difficultés de ces différents secteurs en augmentant encore le déficit de demande face à une offre toujours pléthorique.

Dans un tel contexte, la plupart de nos sociétés ont pourtant bien tiré leur épingle du jeu. Leur structure financière ne s'est généralement pas dégradée et s'est souvent améliorée. Elles ont poursuivi la rationalisation de leur outil de production : D/S Norden a réduit sa flotte en profitant de l'expiration de contrats de location, ArcelorMittal a fermé plusieurs usines pour réduire ses capacités... Elles ont aussi continué d'investir dans leur développement : TGS Nopec et Subsea 7 obtiennent régulièrement de nouveaux contrats sur un marché pourtant très difficile, IBM poursuit le repositionnement de son portefeuille d'activités en croissant très rapidement sur des nouveaux marchés comme le "cloud" ou le "big data" ...

Les cycles économiques connaissent par définition après des phases de baisse des phases de reprise puis de régime de croisière. Que ce soit dans le secteur énergétique, minier, agricole ou celui de la consommation, rien selon nous n'a changé. Après l'hiver viendra le printemps puis l'été<sup>(1)</sup>. Et nos entreprises sélectionnées, pour la plupart d'entre elles, pour leurs qualités (solidité financière, positions fortes sur leur marché, gestion serrée de leurs coûts, rationalité de leurs dirigeants/actionnaires...) récolteront alors le fruit du travail considérable en train d'être aujourd'hui accompli par leurs équipes.

(1) : Il s'agit bien évidemment d'une métaphore. Le printemps et l'été évoqués ici peuvent survenir non pas en 2016 mais plus tard.

## **5. Questions aux gérants**

*« An investor who has all the answers doesn't even understand the questions. »*

*Sir John M. Templeton*

### ***Pourquoi le portefeuille a-t-il tellement évolué depuis septembre 2013 ? Et quel en a été le fil directeur ?***

Ces deux dernières années, alors que certains secteurs boursiers (technologies, télécommunications, biens de consommation non durables, services aux entreprises...) ont vu leur niveau de valorisation s'apprécier de manière souvent excessive, d'autres (matières premières, industrie lourde, transport, finance...) ont connu et connaissent encore des phases de baisse ou de stagnation importantes et parfois exagérées.

Nous avons décidé de tirer profit de cette évolution duale des marchés actions pour "rajeunir" le portefeuille. Nous avons ainsi pu céder dans d'excellentes conditions de prix des positions qui, suite à la forte appréciation de leurs cours de bourse, étaient devenues trop chères sur une base fondamentale. Nous avons pu, ensuite, repositionner le portefeuille sur des valeurs disposant d'atouts clairement identifiés et achetées à un prix très attractif.

Les investissements constitués ces derniers mois n'ayant pas encore eu le temps de porter leurs fruits, le portefeuille du fonds n'a, par conséquent, pas participé au mouvement de hausse des indices d'actions internationales. Il ne s'agit, d'après nous, que d'un décalage dans le temps destiné à disparaître à condition de savoir attendre.

### ***La contre-performance du fonds ne serait donc que la conséquence de ce que vous appelez le "rajeunissement" du portefeuille. Mais n'y aurait-il pas aussi, comme facteurs explicatifs, un mauvais "timing" dans certains de vos achats ou des décisions d'investissement qui se seraient traduites par des pertes latentes, ou réalisées, importantes ?***

Aucune position significative du portefeuille n'a connu, sur la période considérée, de détérioration majeure de sa valeur économique (à l'exception de Vallourec, voir ci-après). Et sur la période considérée, aucune cession importante n'a été réalisée à perte. Au contraire, des prises de profits significatives ont été réalisées, notamment lors de cessions totales ou partielles de valeurs comme Bénéteau, Manitou, Lectra, ou FFP. Concernant Vallourec, après avoir constitué une position sur des cours moyens de 22 euros, nous avons décidé de céder l'intégralité de celle-ci après l'annonce par le groupe d'une dépréciation massive d'actifs, avec pour conséquence une diminution notable de sa valeur économique. La chance nous a alors souri, le programme de cession ayant pu être effectué sur un cours moyen de l'ordre de 24 euros. Il nous est ensuite apparu que son cours de bourse, après avoir entre-temps baissé de près de 50%, à 13 euros, représentait un point d'entrée particulièrement intéressant. D'où, à nouveau, la présence aujourd'hui de cette valeur dans le portefeuille du fonds.

Quant au "timing", on peut toujours *ex post* regretter de ne pas avoir acheté ou de ne pas avoir vendu plus tôt. Cependant, ce qui compte avant tout dans la réalisation d'une performance de gestion à long terme, c'est d'acheter et de revendre "au bon prix".

Pour nous le "pricing" prime et primera toujours sur le "timing".

***Comment expliquer la sous-performance du fonds ces deux dernières années et en particulier la baisse significative de sa valeurs liquidatives en 2015 et début 2016 ? Et quelles conséquences pour leur performance future à long terme et leur niveau de risque du fait du poids dans le portefeuille des actions de sociétés cycliques relevant des secteurs minier, parapétrolier et sidérurgique, à hauteur de 47,8% de l'actif, fin 2015 ?***

Le cours de bourse des sociétés qui ont rejoint le portefeuille, ces derniers mois, dans le cadre de l'opération de "rajeunissement" déjà évoquée, est généralement en baisse, souvent de plus de 50% par rapport aux niveaux atteints il y a trois-quatre ans. Mais surtout, ces actions traitaient, au moment de leur acquisition, à des cours situés bien en deçà de la valeur de leur actif net retraité par nos soins selon des hypothèses très conservatrices. Soulignons encore que nos investissements ont surtout concerné les acteurs parmi les moins endettés de leur secteur avec, pour chacun d'entre eux, des forces de rappel significatives telles que des actionnaires de référence exigeants et expérimentés, des dirigeants très compétents, ...

Malgré ces conditions de valorisation particulièrement attractives au moment de leur achat, les cours de bourse des actions de sociétés relevant plus particulièrement des secteurs minier, parapétrolier et sidérurgique ont continué à baisser, souvent fortement. Ces baisses constituent pour nous autant d'occasions d'achat et illustrent, encore une fois, la maniaque-dépression dont souffre toujours Monsieur Marché, pour paraphraser Benjamin Graham. A court terme, l'évolution du cours de bourse ne reflète que l'équilibre ou le déséquilibre entre l'offre et la demande de titres. L'évolution des fondamentaux d'une entreprise n'est, elle, reflétée dans celle du cours de bourse de son action qu'à beaucoup plus long terme.

De manière synthétique et simplifiée, soit le "scénario du pire" se réalise, et les cours de bourse de la plupart des actions en portefeuille sont déjà inférieurs à ce que deviendraient à trois-cinq ans leurs valeurs intrinsèques. Soit les choses se passent mieux que ce que la majorité des "experts" anticipe, et alors les actions en portefeuille sont particulièrement sous-valorisées et les sociétés émettrices de ces actions sont bien positionnées pour saisir les opportunités que leurs concurrents plus faibles, ou peut-être déjà disparus, ne pourront pas saisir.

En 2001-2003, nos positions dans le travail temporaire ont été considérées par certains comme trop risquées du fait de la cyclicité du secteur et, en outre, ne semblant pas en phase avec notre processus de gestion. En 2011, notre position dans Charles Schwab suscitait un scepticisme encore plus marqué. Mais qu'attendre d'une gestion atypique comme la nôtre, sinon de telles décisions d'investissement ? Lesquelles peuvent apparaître d'abord surprenantes pour se révéler, parfois quelques mois plus tard mais le plus souvent après quelques années, généralement très profitables. Quoiqu'il en soit, nos décisions d'investissement sont prises exclusivement sur la base de leur profil de risque/rentabilité. Et le fait qu'elles peuvent au moment où elles sont prises inquiéter ou rassurer telle ou telle catégorie d'investisseurs ne joue aucun rôle dans notre processus décisionnel.

***Au vu de l'impact négatif des opérations de couverture de change sur les parts I et P, on peut raisonnablement se demander quelle a été l'utilité de votre politique de couverture ? Ne rien faire aurait été rétrospectivement préférable.***

Nous n'avons pas d'anticipation quant à l'évolution des cours de change. Et nous considérons que sauf situations très particulières, il est très difficile de prévoir, correctement et de manière répétée, la direction et l'ampleur des variations de cours de change. Dans ces conditions, plutôt que de rester entièrement exposé à un risque non-maîtrisé et généralement non-rémunéré, il nous apparaît plus raisonnable de couvrir tout ou partie du portefeuille par rapport au risque de change.

Oui, ne rien faire aurait certes été, ex post, plus rémunérateur pour le fonds. De la même façon qu'une prime d'assurance peut sembler avoir été dépensée en vain lorsqu'aucun sinistre n'a lieu.

***Ne regrettez-vous pas d'avoir "raté" le rallye de ces deux dernières années ? Et ne pensez-vous pas maintenant préférable de revenir à une méthode de gestion plus conventionnelle qui aurait été plus bénéfique en 2013-2015 au fonds Valeur Intrinsèque et à ses porteurs de parts ?***

L'important dans une période comme celle-ci est de savoir garder le cap sans en changer au mauvais moment. Ce conseil vaut autant pour les porteurs de parts de Valeur Intrinsèque que pour nous-mêmes, ses gérants. Rappelons-nous : à la fin des années 1990, juste avant l'éclatement de la bulle internet, un investisseur "value" de renom, Julian Robertson (gérant du Tiger Fund), céda aux appels des sirènes en décidant d'investir en valeurs technologiques, faisant fi des principes de gestion qui pourtant l'avaient rendu riche et célèbre. On se souvient ensuite de ce qui advint.

Nous continuerons donc à gérer le portefeuille avec le même souci de préservation à long terme du capital investi, très confiants dans la capacité de nos principes de gestion à faire, sur la durée, la différence.

En bourse, à la différence des Jeux Olympiques, l'important n'est pas de participer, mais de générer sur longue période des taux moyens de rentabilité élevés, en minimisant les risques identifiés de perte en capital. Et ces deux dernières années, ces risques nous sont apparus trop importants pour que nous puissions participer à l'euphorie régnant sur les marchés actions. Rappelons simplement qu'en 2001-2002 et en 2008-2009, quelques mois seulement suffirent pour effacer les gains boursiers considérables accumulés, sur des années, par de nombreux investisseurs. Quand nous identifions de tels risques, nous préférons ne pas les prendre quitte à passer à côté de sur-performances potentiellement importantes mais aléatoires et le plus souvent temporaires. Savoir perdre du terrain pour pouvoir revenir en force et en tête est un savoir-faire que nous avons perfectionné au fil des crises et des années. Il sera probablement très intéressant et instructif de reprendre cet entretien dans deux ou trois ans et de le revisiter alors à l'aune de ce que Valeur Intrinsèque et les marchés financiers auront, entre-temps, réalisé et traversé.

***Etes-vous réellement si pessimistes concernant les marchés boursiers à court-moyen terme ? Et comment voyez-vous les prochains mois pour Valeur Intrinsèque ? Quand pensez-vous voir advenir, pour Valeur Intrinsèque, le "rattrapage" de performance que vous nous annoncez ?***

Nous ne savons pas lire dans le marc de café des marchés financiers et nous n'avons pas l'intention d'apprendre à le faire. Ce que nous constatons, c'est qu'aujourd'hui les investisseurs semblent privilégier en bourse ce qui monte plutôt que ce qui n'est pas cher. Comportement caractéristique d'un marché boursier en fin de cycle de hausse. Ce qui ne veut pas dire que la correction sera massive ou durable. Nous évoquons évidemment les principaux marchés boursiers d'Europe et d'Amérique du Nord. Ce dont nous sommes aussi convaincus, c'est que les marchés et les "goûts" des investisseurs oscillent comme ceux d'un pendule de Foucault. Nos valeurs, aujourd'hui relativement mal-aimées, redeviendront à la mode et nos fonds qui ont déjà connu de telles périodes de contre-performance rattraperont alors probablement le terrain perdu avant de revenir dans le peloton de tête de notre univers de gestion. Plutôt que d'essayer vainement de prédire quand aura lieu ce rebond, laissons le temps au temps et restons disciplinés et concentrés sur notre gestion.

« Cela est bien dit, répondit Candide, mais il faut cultiver notre jardin. » (Candide, Voltaire).



## **6. Réflexions sur quelques investissements - Tirer parti des circonstances pour appliquer avec succès notre approche, hier et aujourd'hui (extrait du document "Cercle Investisseurs 2015" de novembre 2015)**

*« Invest at the point of maximum pessimism. »*

*Sir John M. Templeton*

Au cours des dernières années, notre investissement dans le groupe de travail temporaire Randstad, a été l'un des plus gros contributeurs à la performance de nos fonds.

En 2007-2008, suite au ralentissement de l'économie mondiale, Randstad a vu son cours de bourse passer de plus de 60 € à moins de 10 € en seulement 18 mois, alors que les fondamentaux de son activité n'étaient pas remis en cause à long terme. Le groupe, 2ème acteur mondial, disposait en effet de parts de marché très importantes dans les pays où il était présent, ce qui lui conférait des économies d'échelle considérables par rapport à ses concurrents plus modestes. De plus, Randstad avait à sa tête une équipe de direction expérimentée et un actionnaire de référence. Notre principale préoccupation a donc été de nous assurer que son bilan était assez solide pour résister à une période prolongée de sous-activité, le rachat récent de Vedior ayant considérablement augmenté le niveau d'endettement du groupe.

Convaincus de la capacité de Randstad à non seulement traverser la crise, mais même à en sortir renforcé, ses concurrents moins armés étant susceptibles de souffrir encore plus, nous avons investi dès juin 2008. Il a ensuite fallu rester rationnel pour progressivement renforcer cette position alors que son cours de bourse continuait de chuter, les différents acteurs du marché voulant absolument sortir de ce secteur qui en quelques mois semblait ne plus avoir aucun avenir. C'est notre souci de rationalité et notre indépendance d'esprit qui nous ont permis de ne pas céder à la panique ambiante face à un flux quotidien de mauvaises nouvelles et d'opinions alarmistes à court terme. Monsieur Marché retrouvant ensuite, peu à peu, ses esprits, la contribution de cet investissement à la performance du fonds, d'abord négative, changea radicalement de signe. Jusqu'à ce que nous décidâmes de céder l'intégralité de cette position dans de très bonnes conditions en 2014.

Cet investissement dans Randstad est emblématique de l'opportunité que peut représenter un investissement dans une valeur cyclique solide financièrement et avec une position concurrentielle forte, lorsque son secteur est délaissé par les analystes pour des raisons conjoncturelles et non structurelles.

Nous avons d'ailleurs eu plusieurs autres réussites de même nature, que ce soit avec des entreprises conçues sur un modèle similaire comme par exemple le recruteur britannique Hays ou d'autres plus "capital intensive" comme le cimentier Vicat ou le fabricant de moquette nord-américain Mohawk. Nous espérons pouvoir bientôt ajouter à cette liste de succès "contrariens" nos investissements récents effectués de manière sélective dans des sociétés exposées au cycle pétrolier, sidérurgique ou minier. "Only time will tell".

## **7. Commissions de mouvements**

La société de gestion ne perçoit pas de quote-part de commissions de mouvements sur les opérations de marché.

## **8. Politique en matière de droit de vote**

Les résolutions proposées aux assemblées générales d'actionnaires sont systématiquement examinées. La société de gestion exerce les droits de vote attachés aux actions détenues dans l'OPCVM lorsqu'elle estime qu'un tel exercice est dans l'intérêt des porteurs de parts.

En particulier, lorsque la société de gestion considère qu'une résolution est significativement défavorable aux intérêts des porteurs de parts, elle s'y oppose en exerçant un vote négatif.

## **9. Sélection des intermédiaires**

Pastel & Associés a mis en place une procédure formalisée de sélection et d'évaluation des intermédiaires en fonction des critères suivants :

- Marchés d'intervention : marchés sur lesquels le broker est susceptible d'intervenir.
- Qualité de l'exécution : capacité du broker à exécuter les ordres efficacement en termes de prix, quantités réalisées et de rapidité ainsi que la capacité à proposer des blocks à la vente ou à l'achat sur les titres pour lesquels Pastel & Associés a ou peut avoir un intérêt.
- Frais de courtage : courtage minimum par ordre, taux de courtage standard, taux de courtage dégressif au-delà d'un certain montant.
- Notoriété : réputation du broker et de ses collaborateurs sur son principal marché d'intervention.
- Solidité financière : situation financière du broker ou actionnariat de référence.
- Qualité du back office : capacité du broker à dépouiller correctement et dans les délais raisonnables les ordres effectués par ses soins.

## **10. Sélection des analystes**

La recherche de Pastel & Associés est effectuée en toute indépendance, sans recours à des services d'analyse financière externes.

## **11. Calcul du risque global**

La mesure de calcul du risque global de l'OPCVM est la méthode de l'engagement.

## **12. Information sur les instruments financiers dérivés et les techniques de gestion efficace du portefeuille**

a) Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace du portefeuille et des instruments financiers dérivés :

- Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace : Néant.
- Exposition sous-jacentes atteintes au travers des instruments financiers dérivés : Néant.

b) Identité de la/des contrepartie(s) aux techniques de gestion efficace du portefeuille et instruments financiers dérivés :

- Techniques de gestion efficace : N/A.
- Instruments financiers dérivés : N/A.

c) Garanties financières reçues par l'OPCVM afin de réduire le risque de contrepartie : N/A

### **13. Prise en compte des critères sociaux, environnementaux et de bonne qualité de gouvernance**

Pour sa politique d'investissement, Pastel & Associés ne prend pas formellement en compte les critères relatifs au respect d'objectifs environnementaux, sociaux et de qualités de gouvernance (critères ESG), dans la mesure où il n'est pas utilisé d'indicateurs de performance propres à ces critères.

Le fonds commun Valeur Intrinsèque ne s'appuie donc pas sur les critères ESG pour sa gestion.

L'attention importante apportée aux business models des entreprises de l'univers d'investissement conduit également par ailleurs à écarter toute entreprise qui pourrait être visée par la convention d'Oslo du 03/12/2008 sur les armes à sous munitions ou celle d'Ottawa du 03/12/1997 sur les mines antipersonnel.

### **14. Information sur les créances fiscales**

Dans plusieurs pays de l'Union européenne, les dividendes payés par les sociétés ne sont pas imposés de façon similaire si les dividendes sont versés à des entités domestiques ou étrangères. Ainsi, lorsque les dividendes sont versés à une entité étrangère, ces dernières subissent parfois une retenue à la source entraînant une divergence de traitement fiscal portant atteinte à la libre circulation des capitaux, et donc contraire au droit de l'Union européenne.

Plusieurs décisions de la Cour de justice de l'Union européenne et du Conseil d'Etat ayant été prises en faveur des résidents étrangers, la société de gestion a procédé à des demandes de remboursement de la retenue à la source payée sur les dividendes perçus de sociétés étrangères pour les fonds domiciliés en France quand les perspectives de remboursement ont été estimées comme favorables aux fonds concernés. S'agissant de procédures de réclamations auprès des autorités fiscales concernées, le résultat de ces procédures est aléatoire.

Le 6 janvier 2016,

Pastel & Associés

#### **Avertissement :**

Les analyses exprimées ici, concernant les différentes positions en portefeuille ainsi que les parts du fonds lui-même, ne constituent pas des recommandations d'achat ou de vente et ne reflètent que l'opinion de la société de gestion au moment de leur rédaction, en fonction des informations à sa disposition à cet instant. Cette opinion peut changer, à tout instant, sans que la société de gestion n'ait à en aviser les lecteurs du présent document. Par conséquent, la société de gestion n'est pas responsable de l'utilisation à des fins transactionnelles ou dans tout autre but, par le lecteur de celui-ci, des informations contenues dans ce document et des tableaux joints.

Les performances de Valeur Intrinsèque peuvent diverger significativement et durablement, à la hausse comme à la baisse, de celles d'indices boursiers, fournies ici à titre purement indicatif. En outre, ces performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

Les données quantitatives fournies dans ce document sont ajustées et retraitées selon les méthodes de la société de gestion et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.



**VALEUR INTRINSEQUE**

**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES  
SUR LES COMPTES ANNUELS  
Exercice clos le 31 décembre 2015**



**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES  
SUR LES COMPTES ANNUELS  
Exercice clos le 31 décembre 2015**

**VALEUR INTRINSEQUE**  
OPCVM CONSTITUE SOUS FORME DE FONDS COMMUN DE PLACEMENT  
Régé par le Code monétaire et financier

Société de gestion  
PASTEL ET ASSOCIES  
9-11, avenue Franklin Roosevelt  
75008 PARIS

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par les organes de direction de la société de gestion du fonds, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2015, sur :

- le contrôle des comptes annuels de l'OPCVM constitué sous forme de fonds commun de placement VALEUR INTRINSEQUE, tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la justification de nos appréciations ;
- les vérifications et informations spécifiques prévues par la loi.

Les comptes annuels ont été arrêtés sous la responsabilité de la société de gestion du fonds. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

**1. OPINION SUR LES COMPTES ANNUELS**

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à vérifier, par sondages ou au moyen d'autres méthodes de sélection, les éléments justifiant des montants et informations figurant dans les comptes annuels. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis, les estimations significatives retenues et la présentation d'ensemble des comptes. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de l'OPCVM constitué sous forme de fonds commun de placement à la fin de cet exercice.

**2. JUSTIFICATION DE NOS APPRECIATIONS**

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous vous informons que les appréciations auxquelles nous avons procédé ont porté sur le caractère approprié des principes comptables appliqués ainsi que sur le caractère raisonnable des estimations significatives retenues.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes annuels, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion exprimée dans la première partie de ce rapport.

*PwC Sellam, 2, rue Vatimesnil CS 60003 92532 Levallois Perret Cedex.  
T: +33 (0) 1 45 62 00 82, F: +33 (0) 1 42 89 45 28, [opcvm@cabinetsellam.com](mailto:opcvm@cabinetsellam.com)*



## VALEUR INTRINSEQUE

### 3. - VERIFICATIONS ET INFORMATIONS SPECIFIQUES

Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par la loi.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion et dans les documents adressés aux porteurs sur la situation financière et les comptes annuels.

Levallois-Perret, date de la signature électronique

*Document authentifié par signature électronique*

Le commissaire aux comptes

PwC Sellam

Frédéric SELLAM



**ATTESTATION DU COMMISSAIRE AUX COMPTES**  
**Composition de l'actif au 31 décembre 2015**

**VALEUR INTRINSEQUE**  
OPCVM CONSTITUE SOUS FORME DE FONDS COMMUN DE PLACEMENT  
Régi par le Code monétaire et financier

Société de gestion  
PASTEL ET ASSOCIES  
9-11, avenue Franklin Roosevelt  
75008 PARIS

En notre qualité de commissaire aux comptes de l'OPCVM constitué sous forme de fonds commun de placement VALEUR INTRINSEQUE, et en application des dispositions de l'article L.214-17 du Code monétaire et financier et de l'article 411-125 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers relatives au contrôle de la composition de l'actif, nous avons établi la présente attestation sur les informations figurant dans la composition de l'actif au 31 décembre 2015 ci-jointe.

Ces informations ont été établies sous la responsabilité de la société de gestion. Il nous appartient de nous prononcer sur la cohérence des informations contenues dans la composition de l'actif avec la connaissance que nous avons de l'OPCVM constitué sous forme de fonds commun de placement acquise dans le cadre de notre mission de certification des comptes annuels.

Nous avons mis en œuvre les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission. Ces diligences, qui ne constituent ni un audit ni un examen limité, ont consisté essentiellement à réaliser des procédures analytiques et des entretiens avec les personnes qui produisent et contrôlent les informations données.

Sur la base de nos travaux, nous n'avons pas d'observation à formuler sur la cohérence des informations figurant dans le document joint avec la connaissance que nous avons de l'OPCVM constitué sous forme de fonds commun de placement acquise dans le cadre de notre mission de certification des comptes annuels.

Levallois-Perret, date de la signature électronique

*Document authentifié par signature électronique*

Le commissaire aux comptes  
PwC Sellam  
Frédéric SELLAM

*PwC Sellam, 2, rue Vatimesnil CS 60003 92532 Levallois Perret Cedex.  
T: +33 (0) 1 45 62 00 82, F: +33 (0) 1 42 89 45 28, [opcvm@cabinetsellam.com](mailto:opcvm@cabinetsellam.com)*

# **VALEUR INTRINSEQUE**

**COMPTES ANNUELS**

**31/12/2015**



## BILAN ACTIF AU 31/12/2015 EN EUR

	31/12/2015	31/12/2014
<b>Immobilisations nettes</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Dépôts</b>	<b>0,00</b>	<b>15 000 000,00</b>
<b>Instruments financiers</b>	<b>138 865 768,81</b>	<b>228 746 169,40</b>
<b>Actions et valeurs assimilées</b>	<b>138 865 768,81</b>	<b>203 497 872,23</b>
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	138 865 768,81	203 497 872,23
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
<b>Obligations et valeurs assimilées</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
<b>Titres de créances</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Négoiés sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
<i>Titres de créances négociables</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>Autres titres de créances</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
<b>Organismes de placement collectif</b>	<b>0,00</b>	<b>25 248 297,17</b>
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays	0,00	25 248 297,17
Autres Fonds destinés à des non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'UE	0,00	0,00
Fonds professionnels à vocation générale et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations cotés	0,00	0,00
Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations non cotés	0,00	0,00
Autres organismes non européens	0,00	0,00
<b>Opérations temporaires sur titres</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Créances représentatives de titres reçus en pension	0,00	0,00
Créances représentatives de titres prêtés	0,00	0,00
Titres empruntés	0,00	0,00
Titres donnés en pension	0,00	0,00
Autres opérations temporaires	0,00	0,00
<b>Instruments financiers à terme</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00
<b>Autres instruments financiers</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Créances</b>	<b>141 722 272,91</b>	<b>120 242 830,04</b>
<b>Opérations de change à terme de devises</b>	<b>141 030 128,49</b>	<b>105 003 559,03</b>
<b>Autres</b>	<b>692 144,42</b>	<b>15 239 271,01</b>
<b>Comptes financiers</b>	<b>11 092 916,09</b>	<b>16 265 048,82</b>
<b>Liquidités</b>	<b>11 092 916,09</b>	<b>16 265 048,82</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>291 680 957,81</b>	<b>380 254 048,26</b>

## BILAN PASSIF AU 31/12/2015 EN EUR

	31/12/2015	31/12/2014
<b>Capitaux propres</b>		
<b>Capital</b>	<b>138 333 476,97</b>	<b>232 113 794,10</b>
<b>Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Report à nouveau (a)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Plus et moins-values nettes de l'exercice (a, b)</b>	<b>12 194 483,35</b>	<b>25 722 670,82</b>
<b>Résultat de l'exercice (a, b)</b>	<b>-861 837,64</b>	<b>-904 123,37</b>
<b>Total des capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)</b>	<b>149 666 122,68</b>	<b>256 932 341,55</b>
<b>Instruments financiers</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Opérations de cession sur instruments financiers</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Opérations temporaires sur titres</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Dettes représentatives de titres donnés en pension	0,00	0,00
Dettes représentatives de titres empruntés	0,00	0,00
Autres opérations temporaires	0,00	0,00
<b>Instruments financiers à terme</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00
<b>Dettes</b>	<b>142 014 835,13</b>	<b>123 321 706,71</b>
<b>Opérations de change à terme de devises</b>	<b>141 622 558,41</b>	<b>106 923 472,77</b>
<b>Autres</b>	<b>392 276,72</b>	<b>16 398 233,94</b>
<b>Comptes financiers</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Concours bancaires courants</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Emprunts</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Total du passif</b>	<b>291 680 957,81</b>	<b>380 254 048,26</b>

(a) Y compris comptes de régularisation

(b) Diminués des acomptes versés au titre de l'exercice

## HORS-BILAN AU 31/12/2015 EN EUR

	31/12/2015	31/12/2014
<b>Opérations de couverture</b>		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		
<b>Autres opérations</b>		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		

## COMPTE DE RÉSULTAT AU 31/12/2015 EN EUR

	31/12/2015	31/12/2014
<b>Produits sur opérations financières</b>		
Produits sur dépôts et sur comptes financiers	157,74	19 351,17
Produits sur actions et valeurs assimilées	2 315 003,38	3 248 306,94
Produits sur obligations et valeurs assimilées	0,00	0,00
Produits sur titres de créances	0,00	0,00
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres	0,00	0,00
Produits sur instruments financiers à terme	0,00	0,00
Autres produits financiers	0,00	0,00
<b>Total (1)</b>	<b>2 315 161,12</b>	<b>3 267 658,11</b>
<b>Charges sur opérations financières</b>		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres	0,00	0,00
Charges sur instruments financiers à terme	0,00	0,00
Charges sur dettes financières	0,00	0,00
Autres charges financières	0,00	0,00
<b>Total (2)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat sur opérations financières (1 - 2)</b>	<b>2 315 161,12</b>	<b>3 267 658,11</b>
Autres produits (3)	0,00	0,00
Frais de gestion et dotations aux amortissements (4)	3 347 803,42	4 261 337,89
<b>Résultat net de l'exercice (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)</b>	<b>-1 032 642,30</b>	<b>-993 679,78</b>
Régularisation des revenus de l'exercice (5)	170 804,66	89 556,41
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (6)	0,00	0,00
<b>Résultat (1 - 2 + 3 - 4 + 5 + 6)</b>	<b>-861 837,64</b>	<b>-904 123,37</b>

# ANNEXES AUX COMPTES ANNUELS

## 1. REGLES ET METHODES COMPTABLES

Les comptes annuels sont présentés sous la forme prévue par le Règlement ANC 2014-01 abrogeant le Règlement CRC 2003-02 modifié.

Les principes généraux de la comptabilité s'appliquent :

- image fidèle, comparabilité, continuité de l'activité,
- régularité, sincérité,
- prudence,
- permanence des méthodes d'un exercice à l'autre.

Le mode de comptabilisation retenu pour l'enregistrement des produits des titres à revenu fixe est celui des intérêts encaissés

Les entrées et les cessions de titres sont comptabilisées frais exclus.  
La devise de référence de la comptabilité du portefeuille est en EURO.  
La durée de l'exercice est de 12 mois.

### Règles d'évaluation des actifs

Les instruments financiers sont enregistrés en comptabilité selon la méthode des coûts historiques et inscrits au bilan à leur valeur actuelle qui est déterminée par la dernière valeur de marché connue ou à défaut d'existence de marché par tous moyens externes ou par recours à des modèles financiers.

Les différences entre les valeurs actuelles utilisées lors du calcul de la valeur liquidative et les coûts historiques des valeurs mobilières à leur entrée en portefeuille sont enregistrées dans des comptes « différences d'estimation ».

Les valeurs qui ne sont pas dans la devise du portefeuille sont évaluées conformément au principe énoncé ci-dessous, puis converties dans la devise du portefeuille suivant le cours des devises au jour de l'évaluation.

#### **Dépôts :**

Les dépôts d'une durée de vie résiduelle inférieure ou égale à 3 mois sont valorisés selon la méthode linéaire.

#### **Actions, obligations et autres valeurs négociées sur un marché réglementé ou assimilé :**

Pour le calcul de la valeur liquidative, les actions et autres valeurs négociées sur un marché réglementé ou assimilé sont évaluées sur la base du dernier cours de bourse du jour.

Les obligations et valeurs assimilées sont évaluées au cours de clôture communiqués par différents prestataires de services financiers. Les intérêts courus des obligations et valeurs assimilées sont calculés jusqu'à la date de la valeur liquidative.

#### **Actions, obligations et autres valeurs non négociées sur un marché réglementé ou assimilé :**

Les valeurs non négociées sur un marché réglementé sont évaluées sous la responsabilité de la société de gestion, en utilisant des méthodes fondées sur la valeur patrimoniale et le rendement, en prenant en considération les prix retenus lors de transactions significatives récentes.

#### **Titres de créances négociables :**

Les Titres de Créances Négociables et assimilés qui ne font pas l'objet de transactions significatives sont évalués de façon actuarielle sur la base d'un taux de référence défini ci-dessous, majoré le cas échéant d'un écart représentatif des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur :

TCN dont l'échéance est inférieure ou égale à 1 an : Taux interbancaire offert en euros (Euribor) ;  
TCN dont l'échéance est supérieure à 1 an : Taux des Bons du Trésor à intérêts Annuels Normalisés (BTAN) ou taux de l'OAT (Obligations Assimilables du Trésor) de maturité proche pour les durées les plus longues.

Les Titres de Créances Négociables d'une durée de vie résiduelle inférieure ou égale à 3 mois pourront être

évalués selon la méthode linéaire.

Les Bons du Trésor sont valorisés au taux du marché communiqué quotidiennement par la Banque de France.

### ***OPC détenus :***

Les parts ou actions d'OPC seront valorisées à la dernière valeur liquidative connue.

### ***Opérations temporaires sur titres :***

Les titres reçus en pension sont inscrits à l'actif dans la rubrique « créances représentatives des titres reçus en pension » pour le montant prévu dans le contrat, majoré des intérêts courus à recevoir.

Les titres donnés en pension sont inscrits en portefeuille acheteur pour leur valeur actuelle. La dette représentative des titres donnés en pension est inscrite en portefeuille vendeur à la valeur fixée au contrat majorée des intérêts courus à payer.

Les titres prêtés sont valorisés à leur valeur actuelle et sont inscrits à l'actif dans la rubrique « créances représentatives de titres prêtés » à la valeur actuelle majorée des intérêts courus recevoir.

Les titres empruntés sont inscrits à l'actif dans la rubrique « titres empruntés » pour le montant prévu dans le contrat, et au passif dans la rubrique « dettes représentatives de titres empruntés » pour le montant prévu dans le contrat majoré des intérêts courus à payer.

### ***Instruments financiers à terme :***

#### **Instruments financiers à terme négociés sur un marché réglementé ou assimilé :**

Les instruments financiers à terme négociés sur les marchés réglementés sont valorisés au cours de compensation du jour.

#### **Instruments financiers à terme non négociés sur un marché réglementé ou assimilé :**

#### ***Les swaps :***

Les contrats d'échange de taux d'intérêt et/ou de devises sont valorisés à leur valeur de marché en fonction du prix calculé par actualisation des flux d'intérêts futurs aux taux d'intérêts et/ou de devises de marché. Ce prix est corrigé du risque de signature.

Les swaps d'indice sont évalués de façon actuarielle sur la base d'un taux de référence fourni par la contrepartie.

Les autres swaps sont évalués à leur valeur de marché ou à une valeur estimée selon les modalités arrêtées par la société de gestion.

#### ***Engagements Hors Bilan :***

Les contrats à terme ferme sont portés pour leur valeur de marché en engagements hors bilan au cours utilisé dans le portefeuille.

Les opérations à terme conditionnelles sont traduites en équivalent sous-jacent.

Les engagements sur contrats d'échange sont présentés à leur valeur nominale, ou en l'absence de valeur nominale pour un montant équivalent.

## **Frais de gestion**

Les frais de gestion sont calculés à chaque valorisation sur l'actif net veille.

Ces frais sont imputés au compte de résultat de l'OPC.

Les frais de gestion sont intégralement versés à la société de gestion qui prend en charge l'ensemble des frais de fonctionnement des OPC.

Le taux appliqué sur la base de l'actif net veille est de sur la part I : 1,25 % TTC

Le taux appliqué sur la base de l'actif net veille est de sur la part P : 2,25 % TTC

Le taux appliqué sur la base de l'actif net veille est de sur la part H : 1,25 % TTC

Le taux appliqué sur la base de l'actif net veille est de sur la part M : 0,15 % TTC.

## **Commission de surperformance :**

Une commission de surperformance est prélevée par la société de gestion sur les parts I, P et H.

La commission de surperformance correspond à un partage de la partie de la performance (nette des frais de gestion fixes) supérieure à la performance augmentée de 1% l'an de l'indice MSCI World dividendes réinvestis exprimé en euros.

Ce partage s'effectue à hauteur de 80% pour les souscripteurs et de 20% pour la société de gestion. Aucune commission de surperformance ne sera due en cas de performance négative du fonds pondérée par les souscriptions / rachats.

La surperformance est calculée, pour chacune des parts I, P et H, en comparant l'évolution de l'actif du fonds commun de placement à :

- celle de l'évolution de l'actif d'un fonds, dit de référence, réalisant exactement la même performance augmentée de 1% l'an que l'indice MSCI World dividendes réinvestis et enregistrant les mêmes variations de souscriptions et de rachats que le fonds réel,
- celle de l'évolution de l'actif d'un fonds, dit à performance zéro, réalisant une performance zéro et enregistrant les mêmes variations de souscriptions et de rachats que le fonds réel.

Cette partie variable fera l'objet d'une provision ou le cas échéant d'une reprise de provision, plafonnée à hauteur des dotations, calculée à chaque établissement de la valeur liquidative. Elle sera prélevée annuellement sur la base de la dernière valeur liquidative du mois de décembre, hormis pour les rachats survenus en cours d'exercice, y compris ceux effectués dans le cadre d'un transfert d'une catégorie de part vers l'autre, qui donneront droit au versement anticipé de leur quote-part de la partie variable.

Aucune provision ne sera constituée si la valeur liquidative du FCP est inférieure à la valeur liquidative du dernier jour du dernier exercice ayant donné lieu à versement d'une commission de surperformance,

Si une provision a été constituée en application des règles ci-dessus et que la valeur liquidative du FCP devenait égale ou inférieure à la valeur liquidative du dernier jour du dernier exercice ayant donné lieu à versement d'une commission de surperformance, la provision constituée serait intégralement reprise.

Ces frais (partie fixe et éventuellement partie variable) seront directement imputés au compte de résultat du fonds.

La période de référence est l'exercice du F.C.P.

Si, à l'issue de la période de référence, l'actif du fonds commun de placement est supérieur à l'actif du fonds de référence, et si la valeur liquidative à la fin de la période de référence est supérieure à celle établie à la fin du dernier exercice ayant donné lieu à versement d'une commission de surperformance, la part variable des frais de gestion représente 20 % de la différence entre l'actif du fonds commun de placement et l'actif du fonds de référence. Ces frais variables sont plafonnés à 20% de la différence entre l'actif du fonds commun de placement et l'actif du fonds à performance zéro.

Si, à l'issue de la période de référence, l'actif du fonds commun de placement est inférieur à l'actif du fonds de référence, la part variable des frais de gestion est nulle.

Si, en cours de période de référence, l'actif du fonds commun de placement est supérieur à l'actif du fonds de référence, 20% de la différence entre l'actif du fonds commun de placement et l'actif du fonds de référence fait l'objet d'une provision au titre des frais de gestion variables lors du calcul de l'actif du fonds commun de placement et l'actif du fonds à performance zéro.

A chaque établissement de la valeur liquidative, la provision passée précédemment est réajustée, le cas échéant, par une reprise de provision en fonction de l'évolution de l'actif du fonds commun de placement et du nouveau calcul de provision au titre des frais variables en résultant.

Les reprises sur provision sont plafonnées à hauteur des dotations antérieures.

Pour plus de précision sur les frais effectivement facturés à l'OPC, se reporter au Document d'Information Clé pour l'Investisseur.

## **Affectation des sommes distribuables**

### ***Définition des sommes distribuables :***

Les sommes distribuables sont constituées par :

### ***Le résultat :***

Le résultat net de l'exercice est égal au montant des intérêts, arrérages, primes et lots, dividendes, jetons de présence et tous autres produits relatifs aux titres constituant le portefeuille, majorés du produit des sommes momentanément disponibles et diminué du montant des frais de gestion et de la charge des emprunts. Il est augmenté du report à nouveau et majoré ou diminué du solde du compte de régularisation des Revenus.

**Les Plus et Moins-values :**

Les plus-values réalisées, nettes de frais, diminuées des moins-values réalisées, nettes de frais, constatées au cours de l'exercice, augmentées des plus-values nettes de même nature constatées au cours d'exercices antérieurs n'ayant pas fait l'objet d'une distribution ou d'une capitalisation et diminuées ou augmentées du solde du compte de régularisation des plus-values.

**Modalités d'affectation des sommes distribuables :**

<b>Sommes Distribuables</b>	<b>Parts I; P; H, M</b>
Affectation du résultat net	Capitalisation
Affectation des plus ou moins-values nettes réalisées	Capitalisation



## 2. EVOLUTION DE L'ACTIF NET AU 31/12/2015 EN EUR

	31/12/2015	31/12/2014
<b>Actif net en début d'exercice</b>	<b>256 932 341,55</b>	<b>262 263 415,51</b>
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'OPC)	31 926 853,55	80 766 834,70
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'OPC)	-110 749 755,67	-79 467 676,13
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	28 833 840,92	35 434 253,37
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-11 210 189,60	-3 448 013,95
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	2 927 247,92	1 995 974,24
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-14 678 004,51	-8 377 686,83
Frais de transactions	-386 123,97	-432 092,93
Différences de change	11 864 340,32	9 018 477,42
Variations de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	-44 761 785,53	-39 827 464,07
Différence d'estimation exercice N	-35 483 843,46	9 277 942,07
Différence d'estimation exercice N-1	-9 277 942,07	-49 105 406,14
Variations de la différence d'estimation des instruments financiers à terme	0,00	0,00
Différence d'estimation exercice N	0,00	0,00
Différence d'estimation exercice N-1	0,00	0,00
Distribution de l'exercice antérieur sur plus et moins-values nettes	0,00	0,00
Distribution de l'exercice antérieur sur résultat	0,00	0,00
Résultat net de l'exercice avant compte de régularisation	-1 032 642,30	-993 679,78
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur plus et moins-values nettes	0,00	0,00
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur résultat	0,00	0,00
Autres éléments	0,00	0,00
<b>Actif net en fin d'exercice</b>	<b>149 666 122,68</b>	<b>256 932 341,55</b>

### 3. COMPLEMENTS D'INFORMATION

#### 3.1. VENTILATION PAR NATURE JURIDIQUE OU ECONOMIQUE DES INSTRUMENTS FINANCIERS

	Montant	%
<b>Actif</b>		
Obligations et valeurs assimilées		
<b>TOTAL Obligations et valeurs assimilées</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Titres de créances		
<b>TOTAL Titres de créances</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Passif</b>		
Opérations de cession sur instruments financiers		
<b>TOTAL Opérations de cession sur instruments financiers</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Hors-bilan</b>		
Opérations de couverture		
<b>TOTAL Opérations de couverture</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Autres opérations		
<b>TOTAL Autres opérations</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

### 3.2. VENTILATION PAR NATURE DE TAUX DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS BILAN

	Taux fixe	%	Taux variable	%	Taux révisable	%	Autres	%
<b>Actif</b>								
Dépôts	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligations et valeurs assimilées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres de créances	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	11 092 916,09	7,41
<b>Passif</b>								
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Hors-bilan</b>								
Opérations de couverture	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

### 3.3. VENTILATION PAR MATURITE RESIDUELLE DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS BILAN

	< 3 mois	%	]3 mois - 1 an]	%	]1 - 3 ans]	%	]3 - 5 ans]	%	> 5 ans	%
<b>Actif</b>										
Dépôts	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligations et valeurs assimilées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres de créances	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	11 092 916,09	7,41	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Passif</b>										
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Hors-bilan</b>										
Opérations de couverture	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Les positions à terme de taux sont présentées en fonction de l'échéance du sous-jacent.

### 3.4. VENTILATION PAR DEVISE DE COTATION OU D'EVALUATION DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS BILAN

	DKK		GBP		NOK		Autres devises	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
<b>Actif</b>								
Dépôts	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Actions et valeurs assimilées	12 631 798,96	8,44	11 905 092,47	7,95	8 919 371,39	5,96	84 192 245,85	56,25
Obligations et valeurs assimilées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres de créances	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
OPC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Créances	107 194,10	0,07	0,00	0,00	124 614,77	0,08	29 862 853,89	19,95
Comptes financiers	1,62	0,00	8,45	0,00	8,65	0,00	30 007,43	0,02
<b>Passif</b>								
Opérations de cession sur instruments financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dettes	1 394 150,57	0,93	1 220 498,18	0,82	1 060 178,71	0,71	107 638 852,64	71,92
Comptes financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Hors-bilan</b>								
Opérations de couverture	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

### 3.5. CRÉANCES ET DETTES : VENTILATION PAR NATURE

	31/12/2015
<b>Créances</b>	
Achat à terme de devise	30 030 848,90
Fonds à recevoir sur vente à terme de devises	110 999 279,59
Souscriptions à recevoir	628 330,56
Coupons et dividendes en espèces	63 813,86
<b>Total des créances</b>	<b>141 722 272,91</b>
<b>Dettes</b>	
Vente à terme de devise	111 313 680,10
Fonds à verser sur achat à terme de devises	30 308 878,31
Rachats à payer	186 134,46
Frais de gestion	206 142,26
<b>Total des dettes</b>	<b>142 014 835,13</b>

### 3.6. CAPITAUX PROPRES

#### 3.6.1. Nombre de titres émis ou rachetés

	En parts	En montant
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>		
Parts souscrites durant l'exercice	5 915,5156	13 802 406,36
Parts rachetées durant l'exercice	-18 010,5165	-42 389 876,49
Solde net des souscriptions/rachats	-12 095,0009	-28 587 470,13
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>		
Parts souscrites durant l'exercice	1 928,4927	4 496 332,44
Parts rachetées durant l'exercice	-1 489,0364	-3 545 307,86
Solde net des souscriptions/rachats	439,4563	951 024,58
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>		
Parts souscrites durant l'exercice	166,2747	453 062,45
Parts rachetées durant l'exercice	-170,2867	-488 514,25
Solde net des souscriptions/rachats	-4,0120	-35 451,80
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>		
Parts souscrites durant l'exercice	5 243,8608	13 175 052,30
Parts rachetées durant l'exercice	-26 372,2529	-64 326 057,07
Solde net des souscriptions/rachats	-21 128,3921	-51 151 004,77

#### 3.6.2. Commissions de souscription et/ou rachat

	En montant
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>	
Commissions de rachat acquises	0,00
Commissions de souscription acquises	0,00
<b>Total des commissions acquises</b>	<b>0,00</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>	
Commissions de rachat acquises	0,00
Commissions de souscription acquises	0,00
<b>Total des commissions acquises</b>	<b>0,00</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>	
Commissions de rachat acquises	0,00
Commissions de souscription acquises	0,00
<b>Total des commissions acquises</b>	<b>0,00</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>	
Commissions de rachat acquises	0,00
Commissions de souscription acquises	0,00
<b>Total des commissions acquises</b>	<b>0,00</b>

### 3.7.FRAIS DE GESTION

	<b>31/12/2015</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>	
Commissions de garantie	0,00
Frais de gestion fixes	1 702 744,39
Pourcentage de frais de gestion fixes	2,25
Frais de gestion variables	0,00
Rétrocessions des frais de gestion	0,00
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>	
Commissions de garantie	0,00
Frais de gestion fixes	221 131,12
Pourcentage de frais de gestion fixes	1,25
Frais de gestion variables	0,00
Rétrocessions des frais de gestion	0,00
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>	
Commissions de garantie	0,00
Frais de gestion fixes	1 408 418,32
Pourcentage de frais de gestion fixes	1,25
Frais de gestion variables	0,00
Rétrocessions des frais de gestion	0,00
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>	
Commissions de garantie	0,00
Frais de gestion fixes	15 509,59
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,15
Frais de gestion variables	0,00
Rétrocessions des frais de gestion	0,00

### **3.8. ENGAGEMENTS REÇUS ET DONNES**

#### **3.8.1. Garanties reçues par l'OPC :**

Néant

#### **3.8.2. Autres engagements reçus et/ou donnés :**

Néant

### 3.9. AUTRES INFORMATIONS

#### 3.9.1. Valeur actuelle des titres faisant l'objet d'une acquisition temporaire

	31/12/2015
Titres pris en pension livrée	0,00
Titres empruntés	0,00

#### 3.9.2. Valeur actuelle des titres constitutifs de dépôts de garantie

	31/12/2015
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	0,00
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	0,00

#### 3.9.3. Instruments financiers du groupe détenus en portefeuille

	Code Isin	Libellés	31/12/2015
Actions			0,00
Obligations			0,00
TCN			0,00
OPC			0,00
Instruments financiers à terme			0,00



### 3.10. TABLEAU D'AFFECTION DES SOMMES DISTRIBUABLES

Tableau d'affectation de la quote-part des sommes distribuables afférente au résultat

	31/12/2015	31/12/2014
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Report à nouveau	0,00	0,00
Résultat	-861 837,64	-904 123,37
<b>Total</b>	<b>-861 837,64</b>	<b>-904 123,37</b>
	31/12/2015	31/12/2014
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	-30 884,34	-2 382,50
<b>Total</b>	<b>-30 884,34</b>	<b>-2 382,50</b>
	31/12/2015	31/12/2014
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	-798 625,36	-985 493,02
<b>Total</b>	<b>-798 625,36</b>	<b>-985 493,02</b>
	31/12/2015	31/12/2014
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	-129 505,79	-20 580,71
<b>Total</b>	<b>-129 505,79</b>	<b>-20 580,71</b>
	31/12/2015	31/12/2014
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	97 177,85	104 332,86
<b>Total</b>	<b>97 177,85</b>	<b>104 332,86</b>

**Tableau d'affectation de la quote-part des sommes distribuables afférente  
aux plus et moins-values nettes**

	31/12/2015	31/12/2014
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes de l'exercice	12 194 483,35	25 722 670,82
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	0,00	0,00
<b>Total</b>	<b>12 194 483,35</b>	<b>25 722 670,82</b>

	31/12/2015	31/12/2014
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes non distribuées	0,00	0,00
Capitalisation	4 491 477,31	9 700 667,11
<b>Total</b>	<b>4 491 477,31</b>	<b>9 700 667,11</b>

	31/12/2015	31/12/2014
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes non distribuées	0,00	0,00
Capitalisation	1 239 311,88	1 597 126,83
<b>Total</b>	<b>1 239 311,88</b>	<b>1 597 126,83</b>

	31/12/2015	31/12/2014
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes non distribuées	0,00	0,00
Capitalisation	5 263 575,93	13 212 040,01
<b>Total</b>	<b>5 263 575,93</b>	<b>13 212 040,01</b>

	31/12/2015	31/12/2014
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes non distribuées	0,00	0,00
Capitalisation	1 200 118,23	1 212 836,87
<b>Total</b>	<b>1 200 118,23</b>	<b>1 212 836,87</b>

**3.11. TABLEAU DES RÉSULTATS ET AUTRES ÉLÉMENTS  
CARACTÉRISTIQUES DE L'ENTITÉ AU COURS DES CINQ DERNIERS  
EXERCICES**

	30/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
<b>Actif net Global en EUR</b>	<b>144 606 180,35</b>	<b>170 024 698,19</b>	<b>262 263 415,51</b>	<b>256 932 341,55</b>	<b>149 666 122,68</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>					
Actif net en EUR	50 550 536,19	62 842 915,56	107 586 443,72	96 577 871,20	57 289 447,52
Nombre de titres	33 027,6883	33 495,1276	45 216,2663	41 880,1218	29 785,1209
Valeur liquidative unitaire en EUR	1 530,55	1 876,18	2 379,37	2 306,05	1 923,42
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR	0,00	0,00	146,67	231,62	150,79
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	3,75	4,75	-27,72	-23,53	-26,81
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>					
Actif net en EUR	0,00	9 844,49	3 252 210,43	17 902 057,13	16 039 857,57
Nombre de titres	0,0000	5,0000	1 286,6232	7 339,4890	7 778,9453
Valeur liquidative unitaire en EUR	0,00	1 968,89	2 527,71	2 439,14	2 061,95
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR	0,00	0,00	145,13	217,60	159,31
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	0,00	-21,64	-18,83	-0,32	-3,97
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>					
Actif net en EUR	94 055 644,16	107 171 938,14	142 116 011,74	132 475 538,28	67 505 158,25
Nombre de titres	58 830,5931	54 139,8744	56 151,6538	53 469,2664	32 340,8743
Valeur liquidative unitaire en EUR	1 598,75	1 979,53	2 530,93	2 477,60	2 087,30
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR	0,00	0,00	155,34	247,09	162,75
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	21,25	23,41	-12,36	-0,38	-4,00
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>					
Actif net en EUR	0,00	0,00	9 308 749,62	9 976 874,94	8 831 659,34
Nombre de titres	0,0000	0,0000	3 649,9765	3 806,7722	3 802,7602
Valeur liquidative unitaire en EUR	0,00	0,00	2 550,35	2 620,82	2 322,43
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR	0,00	0,00	101,98	318,59	315,59
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	0,00	0,00	34,78	27,40	25,55

### 3.12. INVENTAIRE

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
<b>Actions et valeurs assimilées</b>				
<b>Actions et valeurs assimilées négociées sur un marché réglementé ou assimilé</b>				
<b>ALLEMAGNE</b>				
SALZGITTER	EUR	196 769	4 471 575,53	2,99
<b>TOTAL ALLEMAGNE</b>			<b>4 471 575,53</b>	<b>2,99</b>
<b>AUSTRALIE</b>				
SOUTH32 LTD	GBP	2 210 000	1 574 180,86	1,05
<b>TOTAL AUSTRALIE</b>			<b>1 574 180,86</b>	<b>1,05</b>
<b>DANEMARK</b>				
DAMPSKIBSSEL. NORDEN	DKK	772 045	12 631 798,96	8,44
<b>TOTAL DANEMARK</b>			<b>12 631 798,96</b>	<b>8,44</b>
<b>ETATS UNIS AMERIQUE</b>				
AMERICA S CARMART	USD	156 861	3 854 018,31	2,58
AMERICAN EXPRESS CO COM	USD	49 600	3 175 623,68	2,12
BED BATH & BEYOND INC	USD	63 000	2 798 260,15	1,87
CUMMINS INC	USD	61 000	4 942 106,23	3,30
DEERE & CO	USD	165 050	11 588 293,75	7,74
DIAMOND OFFSHORE DRILLING	USD	363 720	7 064 799,78	4,72
IBM	USD	84 500	10 705 044,65	7,15
LEUCADIA NATIONAL	USD	775 887	12 420 763,08	8,31
ROWAN COMPANIES A	USD	389 080	6 070 980,39	4,06
TERNIUM ADR	USD	523 486	5 989 994,46	4,00
<b>TOTAL ETATS UNIS AMERIQUE</b>			<b>68 609 884,48</b>	<b>45,85</b>
<b>FRANCE</b>				
THERMADOR GROUPE	EUR	27 445	2 387 715,00	1,60
VALLOUREC	EUR	566 500	4 871 900,00	3,25
<b>TOTAL FRANCE</b>			<b>7 259 615,00</b>	<b>4,85</b>
<b>JERSEY</b>				
GLENCORE XSTRATA	GBP	2 416 168	2 966 079,38	1,98
<b>TOTAL JERSEY</b>			<b>2 966 079,38</b>	<b>1,98</b>
<b>LUXEMBOURG</b>				
ARCELORMITTAL S.A.	EUR	2 434 198	9 486 069,61	6,34
SUBSEA 7	NOK	996 807	6 536 354,37	4,37
TENARIS SA ADR	USD	136 200	2 984 037,56	1,99
<b>TOTAL LUXEMBOURG</b>			<b>19 006 461,54</b>	<b>12,70</b>
<b>NORVEGE</b>				
TGS NOPEC GEOPHYSICAL ASA	NOK	162 046	2 383 017,02	1,59
<b>TOTAL NORVEGE</b>			<b>2 383 017,02</b>	<b>1,59</b>

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
<b>REPUBLIQUE DE COREE</b>				
POSCO ADR SPONSORED	USD	210 793	6 861 493,58	4,58
<b>TOTAL REPUBLIQUE DE COREE</b>			<b>6 861 493,58</b>	<b>4,58</b>
<b>ROYAUME UNI</b>				
ANGLO AMERICAN	GBP	979 711	3 980 387,48	2,66
LONMIN PLC	GBP	423 000	479 214,44	0,32
ROLLS-ROYCE HLD	GBP	372 400	2 905 230,31	1,94
<b>TOTAL ROYAUME UNI</b>			<b>7 364 832,23</b>	<b>4,92</b>
<b>SUISSE</b>				
TRANSOCEAN	USD	503 386	5 736 830,23	3,83
<b>TOTAL SUISSE</b>			<b>5 736 830,23</b>	<b>3,83</b>
<b>TOTAL Actions &amp; val. ass. ng. sur marchés régl. ou ass.</b>			<b>138 865 768,81</b>	<b>92,78</b>
<b>TOTAL Actions et valeurs assimilées</b>			<b>138 865 768,81</b>	<b>92,78</b>
<b>Créances</b>			<b>141 722 272,91</b>	<b>94,69</b>
<b>Dettes</b>			<b>-142 014 835,13</b>	<b>-94,88</b>
<b>Comptes financiers</b>			<b>11 092 916,09</b>	<b>7,41</b>
<b>Actif net</b>			<b>149 666 122,68</b>	<b>100,00</b>

<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>	<b>EUR</b>	<b>29 785,1209</b>	<b>1 923,42</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>	<b>EUR</b>	<b>7 778,9453</b>	<b>2 061,95</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>	<b>EUR</b>	<b>32 340,8743</b>	<b>2 087,30</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>	<b>EUR</b>	<b>3 802,7602</b>	<b>2 322,43</b>

---

# PASTEL & ASSOCIÉS

SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE

9-11, avenue Franklin D. Roosevelt 75008 Paris - France  
33 (0)1 58 36 24 00 - [www.pastel.fr](http://www.pastel.fr)  
Agrément AMF GP 97-108