

# Valeur Intrinsèque

---

Rapport annuel au 31 décembre 2014

## 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 2014**

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

**1) 2 février 2014 : Mise à jour du DICI**

Le Document d'Information Clé pour l'Investisseur a été mis à jour des performances de l'année 2013 et des frais courants au 31 décembre 2013.

**2) 30 mai 2014 : Précision relative aux frais facturés à l'OPCVM**

Une précision a été apportée sous le tableau des frais facturés à l'OPCVM dans le prospectus.

La phrase ci-après reproduite a été ajoutée :

*« Les coûts juridiques exceptionnels liés au recouvrement des créances peuvent être hors champ des 4 blocs de frais évoqués ci-dessus. »*

Cet ajout consistant en une précision purement réglementaire n'a eu aucun impact sur les frais de gestion tels que pratiqués jusqu'à lors sur ce fonds.

**3) 17 juin 2014 : Précision relative au montant minimum de souscription initiale dans les DICIs**

La précision du montant minimum de souscription initiale pour chacune des parts du FCP a été apportée au paragraphe « objectifs et politique d'investissement » des Documents d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICIs).

Ainsi, pour les DICIs des parts H et I, la phrase suivante a été ajoutée :

*« Le minimum de souscription initiale par porteur est de 50 parts »*

Pour les DICIs des parts M et P, la phrase suivante a été ajoutée :

*« Le minimum de souscription initiale par porteur est de 1 part »*

**4) 28 novembre 2014 : Mises à jour réglementaires du prospectus et du règlement et précision dans la stratégie de gestion**

Le prospectus et le règlement du FCP ont été mis à jour de l'instruction AMF 2011-19 telle que publiée le 21 février 2014 ainsi que de la position AMF 2013-06.

En outre, le prospectus mentionne, dans le cadre des réglementations américaines, que les parts du FCP sont exclus aux « U.S. Person » (i) au sens de la Regulation S de la SEC (réglementation Dodd Frank Act) et (ii) au sens de la réglementation Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA).

Il est précisé également que le statut FATCA du FCP : Institution financière non déclarante française réputée conforme.

La rédaction du paragraphe « souscripteurs concernés » a été modifiée en ce sens.

A l'occasion de ces mises à jour réglementaires, il est ajouté la possibilité pour le FCP d'investir désormais en obligations à titre accessoire (10% de son actif net).

Ainsi, les rédactions des paragraphes « obligations, titres de créances et instruments du marché monétaire », « risque de crédit » du prospectus ainsi que la stratégie d'investissement des Documents d'Information Clé pour l'Investisseur ont été modifiés en ce sens.

# RAPPORT DE GESTION

## 1. Politique de gestion

### A. Evolution de la structure du portefeuille en 2014

Au cours de l'année, de nouvelles positions ont été constituées ou renforcées, dont notamment Admiral Group, Bed Bath & Beyond Inc., Deere & Company, D/S Norden ou Vallourec.

Parallèlement, plusieurs lignes étaient intégralement cédées ou allégées, notamment les positions en Carpetright, Charles Schwab, Hays, Premier Farnell ou Randstad.

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

Au 31 décembre 2014, la part du portefeuille investie en actions et avant prise en compte des couvertures de change, présente la structure suivante, les données à fin 2013 étant fournies à titre indicatif :

	2013	2014
- Zone Euro :	25,5%	22,4%
- Royaume-Uni :	28,0%	11,0%
- Autres pays européens :	7,8%	16,8%
- Amérique du Nord :	38,7%	49,8%

Au 31 décembre 2014, la répartition sectorielle du portefeuille, pour la part investie en actions, est la suivante, les données à fin 2013 étant fournies à titre indicatif :

	2013	2014
- Assurance et services financiers :	14,3%	11,8%
- Biens de consommation :	1,7%	2,6%
- Biens d'équipement	0,0%	12,7%
- Construction et rénovation :	6,8%	2,6%
- Distribution de détail alimentaire :	2,5%	5,5%
- Distribution de détail non alimentaire :	3,7%	6,0%
- Holdings :	20,8%	17,4%
- Industrie :	7,1%	15,8%
- Services aux entreprises :	36,6%	14,5%
- Transports :	6,5%	11,1%

## **B. Commentaire de gestion et perspectives**

En 2014, l'équipe de gestion de Pastel & Associés a poursuivi le travail, déjà engagé en 2013, d'élagage du portefeuille et de réinvestissement dans de nouvelles idées qui porteront leurs fruits dans les années à venir.

Des appréciations de cours de bourse excessives par rapport à celles de leurs valeurs intrinsèques expliquent la plupart des cessions de titres réalisées en 2014 (voir ci-dessus).

Parfois, outre le niveau de cours, c'est la dégradation de la marge de sécurité exigée (changements de dirigeants, de stratégie, émergence de produits, services ou canaux de distribution de substitution, ...) qui aura été le facteur le plus déterminant dans la décision de céder tout ou partie de l'investissement. Quoiqu'il en soit, les cessions réalisées ont toutes résulté de l'application rigoureuse de notre processus d'investissement, sans aucune prise en compte d'anticipation macro-économique ou boursière.

Parallèlement à ces cessions, un certain nombre d'opportunités d'achat, dont certaines évoquées ci-dessus, ont pu être saisies pendant l'année. L'accès de fièvre des marchés financiers pendant l'été et l'automne 2014 nous aura ainsi permis de mettre en portefeuille plusieurs sociétés industrielles françaises de grande qualité comme, par exemple, Manitou et Bénéteau.

Aux Etats-Unis, nous avons pu investir dans deux véritables franchises "buffettiennes", Bed Bath & Beyond et Deere & Company. Ces deux sociétés bénéficient d'avantages concurrentiels forts reposant, entre autres, sur des économies d'échelle significatives. La politique d'allocation des capitaux est également, pour ces deux entreprises, particulièrement rationnelle avec d'importants "retours" de "cash" au profit des actionnaires (dividendes et rachats d'actions).

Enfin, évoquons notre participation dans D/S Norden. Cet armateur danois avait été sélectionné sur la base d'une gestion particulièrement rationnelle de ses capitaux, de l'exécution dans la durée, par ses dirigeants, d'une stratégie très profitable et cohérente, d'une structure financière solide, et d'un cours de bourse très inférieur à sa valeur intrinsèque. Nous avons commencé d'y investir en 2012 sur des niveaux de 165 DKK, avant de voir son cours de Bourse s'envoler jusqu'à près de 285 DKK début 2014. Nous avons alors réduit son poids dans le portefeuille. Suite, probablement, aux difficultés rencontrées par le secteur du transport maritime en 2014, D/S Norden a vu son cours de bourse divisé par plus de deux pendant l'année. Au fur et à mesure de la baisse, et jusqu'à des niveaux de 120 DKK par action, nous avons renforcé la position en D/S Norden. Celle-ci est ainsi devenue la principale position du portefeuille. Cette série d'achats graduels et opportunistes est représentative de notre approche de gestion.

Encore plus qu'en 2014, les deux caractéristiques suivantes, déjà présentes l'an dernier, renforcent la marge de sécurité du portefeuille :

- Une trésorerie disponible, certes en baisse, mais toujours importante (près de 20% de l'actif net du fonds). L'augmentation de la volatilité ces derniers mois nous a permis de saisir un certain nombre d'opportunités (voir ci-dessus). Cependant, pour la plupart de nos cibles d'investissement, les niveaux de valorisation restent encore élevés, même si l'écart avec nos seuils de déclenchement d'achat s'est réduit pendant l'année. Comme chaque année, "Monsieur Marché", lors de ses incidents dépressifs à répétition, devrait continuer à nous proposer de bonnes affaires. Avec près de 300 millions d'euros d'encours, un peu plus de 60 millions d'euros à ré-investir, et une gestion très concentrée (trente-cinq

valeurs maximum en portefeuille), il nous suffira ainsi de quelques bonnes idées pour, dans les prochains mois, continuer d'utiliser une bonne partie de la trésorerie du fonds.

- Des niveaux de valorisation généralement modérés et même parfois très bon marché pour les positions actuellement en portefeuille avec, pour conséquence, un potentiel à long terme d'évolution favorable des cours de bourse correspondants.

## **2. Commissions de mouvements**

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

## **3. Performances**

La valeur liquidative du fonds est en baisse, sur l'exercice 2014, de -3,1% pour la part P, de -2,1% pour la part I et de -3,5% pour la part H, et est en hausse de 2,8% 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 +19,5%.

Pour mémoire, depuis la création du fonds le 6 juin 2001, la performance cumulée a été de +130,6% pour la part P et de +147,8% 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 37,5%.

Ainsi, 1 000 €, investis dans Valeur Intrinsèque à sa création, valaient-ils, au 31 décembre 2014, 2 306 € pour un investissement en part P et 2 478 € pour un investissement en part I. Placés dans l'indice MSCI World (EUR) dividendes réinvestis, 1 000 € auraient représenté à cette même date 1 375 €.

## **4. 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.

(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.



## **5. 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 terme de prix, quantité 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.

## **6. Sélection des analystes**

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

## **7. Calcul du risque global**

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

## **8. 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.

En revanche, la méthodologie appliquée par Pastel & Associés l'amène, de par l'exigence de marges de sécurité qualitatives élevées à investir dans des sociétés respectant un certain nombre de critères ESG.

A titre d'exemples, la méthodologie conduit à porter une attention particulière aux éléments suivants :

- les risques juridiques dans le domaine environnemental (critère environnemental) ;
- les conflits d'intérêts entre les dirigeants, les salariés et les fournisseurs (critère social) ;
- l'intéressement à long terme des dirigeants dans la société (critère de qualité de gouvernance).

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.

## **9. 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 prévoit de procéder 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 peuvent être 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 2015,

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 2014**



**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES  
SUR LES COMPTES ANNUELS  
Exercice clos le 31 décembre 2014**

**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 2014, 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.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur le changement de réglementation comptable exposé dans les règles et méthodes comptables de l'annexe.

**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.

*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

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.

### 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 2014**

**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 2014 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.

Compte tenu du délai nécessaire à la finalisation de nos travaux, la présente attestation est émise en date de signature électronique.

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, opcvu@cabinetsellam.com*

# **VALEUR INTRINSEQUE**

**Fonds Commun de Placement Général**

**COMPTES ANNUELS**

**31/12/2014**

## BILAN ACTIF AU 31/12/2014 EN EUR

	31/12/2014	31/12/2013
<b>Immobilisations nettes</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Dépôts</b>	<b>15 000 000,00</b>	<b>25 000 069,44</b>
<b>Instruments financiers</b>	<b>228 746 169,40</b>	<b>236 208 050,61</b>
<b>Actions et valeurs assimilées</b>	<b>203 497 872,23</b>	<b>210 585 525,05</b>
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	203 497 872,23	210 585 525,05
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>25 248 297,17</b>	<b>25 622 525,56</b>
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays	25 248 297,17	25 622 525,56
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>120 242 830,04</b>	<b>82 752 791,42</b>
<b>Opérations de change à terme de devises</b>	<b>105 003 559,03</b>	<b>81 958 582,57</b>
<b>Autres</b>	<b>15 239 271,01</b>	<b>794 208,85</b>
<b>Comptes financiers</b>	<b>16 265 048,82</b>	<b>1 620 963,13</b>
<b>Liquidités</b>	<b>16 265 048,82</b>	<b>1 620 963,13</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>380 254 048,26</b>	<b>345 581 874,60</b>



## BILAN PASSIF AU 31/12/2014 EN EUR

	31/12/2014	31/12/2013
<b>Capitaux propres</b>		
<b>Capital</b>	<b>232 113 794,10</b>	<b>248 195 201,01</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>25 722 670,82</b>	<b>15 913 545,93</b>
<b>Résultat de l'exercice (a, b)</b>	<b>-904 123,37</b>	<b>-1 845 331,43</b>
<b>Total des capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)</b>	<b>256 932 341,55</b>	<b>262 263 415,51</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>123 321 706,71</b>	<b>83 318 459,09</b>
<b>Opérations de change à terme de devises</b>	<b>106 923 472,77</b>	<b>80 973 375,85</b>
<b>Autres</b>	<b>16 398 233,94</b>	<b>2 345 083,24</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>380 254 048,26</b>	<b>345 581 874,60</b>

(a) Y compris comptes de régularisation

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

## HORS-BILAN AU 31/12/2014 EN EUR

	31/12/2014	31/12/2013
<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 31/12/2014 EN EUR

	31/12/2014	31/12/2013
<b>Produits sur opérations financières</b>		
Produits sur dépôts et sur comptes financiers	19 351,17	14,63
Produits sur actions et valeurs assimilées	3 248 306,94	3 730 836,95
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>3 267 658,11</b>	<b>3 730 851,58</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>3 267 658,11</b>	<b>3 730 851,58</b>
Autres produits (3)	0,00	0,00
Frais de gestion et dotations aux amortissements (4)	4 261 337,89	5 413 365,10
<b>Résultat net de l'exercice (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)</b>	<b>-993 679,78</b>	<b>-1 682 513,52</b>
Régularisation des revenus de l'exercice (5)	89 556,41	-162 817,91
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (6)	0,00	0,00
<b>Résultat (1 - 2 + 3 - 4 + 5 + 6)</b>	<b>-904 123,37</b>	<b>-1 845 331,43</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. Ce règlement intègre la nouvelle classification AIFM des OPC, mais ne modifie pas les principes comptables applicables ni les méthodes d'évaluation des actifs et passifs.

Comme indiqué dans la note de présentation de l'ANC, la terminologie et la répartition de la rubrique OPC à l'actif du bilan ont été modifiées comme suit et peuvent être détaillées de la manière suivante :

- La sous-rubrique « OPC et Fonds d'investissement à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays » correspond à l'ancienne sous-rubrique « OPC européens coordonnés et OPC français à vocation générale ».
- La sous-rubrique « Autres Fonds destinés à des non professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'Union Européenne » correspond à l'ancienne sous-rubrique « OPC réservés à certains investisseurs - FCPR - FCIMT ».
- La sous-rubrique « Fonds professionnels à vocation générale et équivalents d'autres Etats membres de l'Union Européenne et organismes de titrisations cotés » correspond à l'ancienne sous-rubrique « Fonds d'investissement et FCC cotés ».
- La sous-rubrique « Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'Union Européenne et organismes de titrisations non cotés » correspond à l'ancienne sous-rubrique « Fonds d'investissement et FCC non cotés ».
- La sous-rubrique « Autres organismes non européens » a été introduite par le Règlement n° 2014-01.

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.

Le fonds a pris en charge des frais exceptionnels à hauteur de 10 811.52 euros liés au recouvrement des créances relatives à des retenues à la source payées sur les dividendes perçus de sociétés étrangères.

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

## 2. EVOLUTION DE L'ACTIF NET AU 31/12/2014 EN EUR

	31/12/2014	31/12/2013
<b>Actif net en début d'exercice</b>	<b>262 263 415,51</b>	<b>170 024 698,19</b>
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'OPC)	80 766 834,70	99 480 934,62
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'OPC)	-79 467 676,13	-58 091 403,11
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	35 434 253,37	11 490 816,00
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-3 448 013,95	-61 972,77
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	1 995 974,24	5 507 754,36
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-8 377 686,83	-3 092 089,07
Frais de transactions	-432 092,93	-120 574,00
Différences de change	9 018 477,42	-4 603 840,73
Variations de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	-39 827 464,07	43 411 605,54
Différence d'estimation exercice N	9 277 942,07	49 105 406,14
Différence d'estimation exercice N-1	-49 105 406,14	-5 693 800,60
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	-993 679,78	-1 682 513,52
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>256 932 341,55</b>	<b>262 263 415,51</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	15 000 000,00	5,84
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	16 265 048,82	6,33
<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	15 000 000,00	5,84	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	16 265 048,82	6,33	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		USD		CAD		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	22 658 481,99	8,82	98 225 436,68	38,23	8 839 265,81	3,44	28 066 655,70	10,92
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	402 811,56	0,16	5 925 070,38	2,31	0,00	0,00	2 498 239,56	0,97
Comptes financiers	11,93	0,00	72,50	0,00	27,11	0,00	81,43	0,00
<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	1 947 522,95	0,76	84 298 836,14	32,81	0,00	0,00	12 244 680,49	4,77
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

	31/12/2014
<b>Créances</b>	
Achat à terme de devise	8 620 020,06
Fonds à recevoir sur vente à terme de devises	96 383 538,97
Souscriptions à recevoir	15 033 169,57
Coupons et dividendes en espèces	206 101,44
<b>Total des créances</b>	<b>120 242 830,04</b>
<b>Dettes</b>	
Vente à terme de devise	98 491 039,58
Fonds à verser sur achat à terme de devises	8 432 433,19
Rachats à payer	16 032 316,28
Frais de gestion	365 917,66
<b>Total des dettes</b>	<b>123 321 706,71</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	10 050,5815	23 464 439,79
Parts rachetées durant l'exercice	-13 386,7260	-31 000 394,14
Solde net des souscriptions/rachats	-3 336,1445	-7 535 954,35
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>		
Parts souscrites durant l'exercice	16 013,6359	39 267 309,21
Parts rachetées durant l'exercice	-9 960,7701	-24 145 123,93
Solde net des souscriptions/rachats	6 052,8658	15 122 185,28
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>		
Parts souscrites durant l'exercice	7 062,0295	17 244 282,16
Parts rachetées durant l'exercice	-9 744,4169	-23 944 365,24
Solde net des souscriptions/rachats	-2 682,3874	-6 700 083,08
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>		
Parts souscrites durant l'exercice	307,9347	790 803,54
Parts rachetées durant l'exercice	-151,1390	-377 792,82
Solde net des souscriptions/rachats	156,7957	413 010,72

#### 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 M</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>

### 3.7.FRAIS DE GESTION

	<b>31/12/2014</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>	
Commissions de garantie	0,00
Frais de gestion fixes	169 755,54
Pourcentage de frais de gestion fixes	1,26
Frais de gestion variables	0,00
Rétrocessions des frais de gestion	0,00
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>	
Commissions de garantie	0,00
Frais de gestion fixes	2 362 111,78
Pourcentage de frais de gestion fixes	2,25
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	14 346,88
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,15
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	1 715 123,69
Pourcentage de frais de gestion fixes	1,25
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

	31/12/2014
Titres pris en pension livrée	0,00
Titres empruntés	0,00

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

	31/12/2014
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	31/12/2014
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

	31/12/2014	31/12/2013
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Report à nouveau	0,00	0,00
Résultat	-904 123,37	-1 845 331,43
<b>Total</b>	<b>-904 123,37</b>	<b>-1 845 331,43</b>

	31/12/2014	31/12/2013
<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	-2 382,50	-24 236,56
<b>Total</b>	<b>-2 382,50</b>	<b>-24 236,56</b>

	31/12/2014	31/12/2013
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	-985 493,02	-1 253 559,03
<b>Total</b>	<b>-985 493,02</b>	<b>-1 253 559,03</b>

	31/12/2014	31/12/2013
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	104 332,86	126 955,75
<b>Total</b>	<b>104 332,86</b>	<b>126 955,75</b>

	31/12/2014	31/12/2013
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>		
<b>Affectation</b>		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	-20 580,71	-694 491,59
<b>Total</b>	<b>-20 580,71</b>	<b>-694 491,59</b>



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

	31/12/2014	31/12/2013
<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	25 722 670,82	15 913 545,93
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	0,00	0,00
<b>Total</b>	<b>25 722 670,82</b>	<b>15 913 545,93</b>

	31/12/2014	31/12/2013
<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	1 597 126,83	186 737,05
<b>Total</b>	<b>1 597 126,83</b>	<b>186 737,05</b>

	31/12/2014	31/12/2013
<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	9 700 667,11	6 631 943,97
<b>Total</b>	<b>9 700 667,11</b>	<b>6 631 943,97</b>

	31/12/2014	31/12/2013
<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	1 212 836,87	372 236,39
<b>Total</b>	<b>1 212 836,87</b>	<b>372 236,39</b>

	31/12/2014	31/12/2013
<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	13 212 040,01	8 722 628,52
<b>Total</b>	<b>13 212 040,01</b>	<b>8 722 628,52</b>

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

	31/12/2010	30/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>Actif net Global en EUR</b>	<b>167 717 880,95</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>VALEUR INTRINSEQUE H</b>					
Actif net en EUR	0,00	0,00	9 844,49	3 252 210,43	17 902 057,13
Nombre de titres	0,0000	0,0000	5,0000	1 286,6232	7 339,4890
Valeur liquidative unitaire en EUR	0,00	0,00	1 968,89	2 527,71	2 439,14
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR	0,00	0,00	0,00	145,13	217,60
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	0,00	0,00	-21,64	-18,83	-0,32
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>					
Actif net en EUR	58 268 978,54	50 550 536,19	62 842 915,56	107 586 443,72	96 577 871,20
Nombre de titres	31 464,1981	33 027,6883	33 495,1276	45 216,2663	41 880,1218
Valeur liquidative unitaire en EUR	1 851,91	1 530,55	1 876,18	2 379,37	2 306,05
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR	0,00	0,00	0,00	146,67	231,62
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	-6,40	3,75	4,75	-27,72	-23,53
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>					
Actif net en EUR	0,00	0,00	0,00	9 308 749,62	9 976 874,94
Nombre de titres	0,0000	0,0000	0,0000	3 649,9765	3 806,7722
Valeur liquidative unitaire en EUR	0,00	0,00	0,00	2 550,35	2 620,82
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR	0,00	0,00	0,00	101,98	318,59
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	0,00	0,00	0,00	34,78	27,40
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>					
Actif net en EUR	109 448 902,41	94 055 644,16	107 171 938,14	142 116 011,74	132 475 538,28
Nombre de titres	57 145,4540	58 830,5931	54 139,8744	56 151,6538	53 469,2664
Valeur liquidative unitaire en EUR	1 915,26	1 598,75	1 979,53	2 530,93	2 477,60
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR	0,00	0,00	0,00	155,34	247,09
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	5,01	21,25	23,41	-12,36	-0,38

### 3.12. INVENTAIRE

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
<b>Dépôts</b>				
DP 20.03.15	EUR	15 000 000	15 000 000,00	5,84
<b>TOTAL Dépôts</b>			<b>15 000 000,00</b>	<b>5,84</b>
<b>Actions et valeurs assimilées</b>				
<b>Actions et valeurs assimilées négociées sur un marché réglementé ou assimilé</b>				
<b>AUTRICHE</b>				
MAYR-MELNHOF KARTON	EUR	42 876	3 687 336,00	1,44
<b>TOTAL AUTRICHE</b>			<b>3 687 336,00</b>	<b>1,44</b>
<b>CANADA</b>				
FAIRFAX FINANCIAL VTG	CAD	20 350	8 839 265,81	3,44
<b>TOTAL CANADA</b>			<b>8 839 265,81</b>	<b>3,44</b>
<b>DANEMARK</b>				
DAMPSKIBSSSEL. NORDEN	DKK	1 284 041	22 658 481,99	8,82
<b>TOTAL DANEMARK</b>			<b>22 658 481,99</b>	<b>8,82</b>
<b>ETATS UNIS AMERIQUE</b>				
ALLEGHANY CORP	USD	9 000	3 447 378,21	1,34
AMERICA'S CAR-MART	USD	276 860	12 213 368,70	4,75
BED BATH & BEYOND INC	USD	194 500	12 243 349,45	4,77
CUMMINS INC	USD	47 000	5 599 760,34	2,18
DEERE & CO	USD	171 000	12 502 268,50	4,86
DIAMOND OFFSHORE DRILLING	USD	215 000	6 522 581,71	2,54
IBM	USD	41 000	5 436 172,06	2,12
LEUCADIA NATIONAL	USD	673 296	12 474 936,01	4,85
LOEWS CORP	USD	272 145	9 450 463,12	3,68
MARKEL	USD	22 246	12 553 579,31	4,88
ROWAN COMPANIES A	USD	300 000	5 781 579,27	2,25
<b>TOTAL ETATS UNIS AMERIQUE</b>			<b>98 225 436,68</b>	<b>38,22</b>
<b>FRANCE</b>				
BENETEAU	EUR	494 896	5 745 742,56	2,24
FONCIERE FINANCIERE PARTICIP.	EUR	93 565	4 677 314,35	1,82
LECTRA	EUR	570 698	5 216 179,72	2,03
L'OREAL	EUR	38 500	5 363 050,00	2,09
MANITOU BF	EUR	418 745	5 108 689,00	1,99
SA DES CEMENTS VICAT - VICAT	EUR	89 880	5 356 848,00	2,08
THERMADOR GROUPE	EUR	39 042	2 772 372,42	1,08
VALLOUREC	EUR	342 000	7 780 500,00	3,02
<b>TOTAL FRANCE</b>			<b>42 020 696,05</b>	<b>16,35</b>

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
<b>NORVEGE</b>				
TGS NOPEC GEOPHYSICAL ASA	NOK	367 346	6 547 313,63	2,55
<b>TOTAL NORVEGE</b>			<b>6 547 313,63</b>	<b>2,55</b>
<b>ROYAUME UNI</b>				
ADMIRAL GROUP PLC	GBP	177 164	3 017 986,06	1,17
ELECTROCOMPONENTS	GBP	860 820	2 384 850,20	0,93
TESCO PLC	GBP	4 563 810	11 114 748,92	4,33
<b>TOTAL ROYAUME UNI</b>			<b>16 517 585,18</b>	<b>6,43</b>
<b>SUISSE</b>				
SWISSQUOTE GROUP HOLDING SA ACTION NOMINATIVE	CHF	192 752	5 001 756,89	1,95
<b>TOTAL SUISSE</b>			<b>5 001 756,89</b>	<b>1,95</b>
<b>TOTAL Actions &amp; val. ass. ng. sur marchés régl. ou ass.</b>			<b>203 497 872,23</b>	<b>79,20</b>
<b>TOTAL Actions et valeurs assimilées</b>			<b>203 497 872,23</b>	<b>79,20</b>
<b>Organismes de placement collectif</b>				
<b>OPCVM français et FIVG destinés aux non professionnels et équivalents d'autres Etats membre de l'UE</b>				
<b>FRANCE</b>				
AMUNDI TRESO COURT TERME I C	EUR	1 338,612	25 248 297,17	9,83
<b>TOTAL FRANCE</b>			<b>25 248 297,17</b>	<b>9,83</b>
<b>TOTAL OPCVM français et FIVG destinés aux non professionnels et équivalents d'autres Etats membre de l'UE</b>			<b>25 248 297,17</b>	<b>9,83</b>
<b>TOTAL Organismes de placement collectif</b>			<b>25 248 297,17</b>	<b>9,83</b>
<b>Créances</b>			<b>120 242 830,04</b>	<b>46,80</b>
<b>Dettes</b>			<b>-123 321 706,71</b>	<b>-48,00</b>
<b>Comptes financiers</b>			<b>16 265 048,82</b>	<b>6,33</b>
<b>Actif net</b>			<b>256 932 341,55</b>	<b>100,00</b>

<b>VALEUR INTRINSEQUE H</b>	<b>EUR</b>	<b>7 339,4890</b>	<b>2 439,14</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE P</b>	<b>EUR</b>	<b>41 880,1218</b>	<b>2 306,05</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE M</b>	<b>EUR</b>	<b>3 806,7722</b>	<b>2 620,82</b>
<b>VALEUR INTRINSEQUE I</b>	<b>EUR</b>	<b>53 469,2664</b>	<b>2 477,60</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