



**AMBRE**

Rapport annuel au 31 Mars 2016

Société de gestion : VESTATHENA  
Siège Social : 65, rue de Monceau - 75008 Paris

Dépositaire : BNP PARIBAS SECURITIES  
SERVICES

## Sommaire

### Rapport de gestion

Orientation des placements .....	3
Politique d'investissement.....	7

### Comptes annuels

Bilan actif .....	12
Bilan passif.....	13
Hors-bilan.....	14
Compte de résultat.....	15

### Comptes annuels - Annexe

Règles et méthodes comptables.....	16
Evolution de l'actif net .....	19
Complément d'information 1 .....	20
Complément d'information 2 .....	21
Ventilation par nature des créances et dettes .....	22
Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument .....	23
Ventilation par nature de taux des postes d'actif, de passif et de hors-bilan .....	24
Ventilation par maturité résiduelle des postes d'actif, de passif et de hors-bilan .....	25
Ventilation par devise de cotation des postes d'actif, de passif et de hors-bilan .....	26
Affectation du résultat .....	27
Résultats et autres éléments .....	31
Inventaire .....	33

## Orientation

**Classification :** Actions internationales

**OPCVM d'OPC :** jusqu'à 10% de l'actif net

**Objectif de gestion :**

Obtenir une performance supérieure à celle de l'indicateur de référence exprimé en euro (100% FTSE Gold Mines TR en euro) sur un horizon d'investissement de 5 ans.

**Indicateur de référence : (depuis le 1<sup>er</sup> avril 2015)**

FTSE Gold Mines Total Return Index (TFTMIGMI index) exprimé en euro. L'indice FTSE Gold Mines est constitué de valeurs aurifères internationales dont la production annuelle est supérieure à 300 000 onces par an et dont au moins 51% du chiffre d'affaires provient de l'exploitation aurifère. Des informations complémentaires sur les critères d'éligibilité et le mode de calcul de l'indice sont disponibles sur le site <http://www.ftse.com/products/indices/Gold>.

**Stratégie d'investissement :**

**Stratégie utilisée :**

Le fonds est géré selon une gestion active, reposant sur une sélection de valeurs et n'a pas vocation à répliquer l'indice de référence.

Le fonds est investi dans des sociétés internationales de toutes tailles de capitalisation dont l'activité est liée à l'exploitation de l'or et des métaux précieux (argent, platine et dérivés) : exploration, extraction ou transformation de métaux précieux.

La gérante procède à une analyse quantitative et qualitative détaillée des sociétés afin de rechercher des actifs au potentiel de croissance attractif.

La construction de portefeuille permet de diversifier le risque, en proposant une allocation dynamique entre les différents profils de sociétés :

- mines en cours de construction,
- sociétés junior,
- sociétés de production intermédiaires,
- sociétés minières senior,
- sociétés de royalties

Le fonds investit dans la devise du marché de référence des sociétés choisies.

Les pondérations géographiques sont analysées ex-post, dans un souci de suivi des risques de change et des risques géopolitiques de chaque zone d'investissement.

Le FCP peut s'exposer sur les marchés des pays émergents dans la limite de 25% de son actif.

Les devises peuvent faire l'objet d'une couverture discrétionnaire.

L'exposition du Fonds au risque actions sera au minimum de 90% de l'actif net.

Le Fonds pourra également investir jusqu'à 10% de son actif net en parts ou actions d'OPCVM et/ou de FIA européens ouverts à une clientèle non professionnelle, notamment spécialisés dans le secteur des métaux précieux.

Le Fonds s'interdit d'intervenir sur les marchés dérivés de matières premières. Il pourra intervenir sur les instruments dérivés classiques (futures, options) traités sur des marchés organisés ; ces instruments dérivés pourront être utilisés dans le but de couvrir une partie du portefeuille sur les risques actions et change. Le Fonds pourra avoir recours à ces dérivés dans la limite de 100% de l'actif net.

Le Fonds pourra procéder à des opérations de prêt ou d'emprunt de titres dans la limite de 10% de l'actif net.

**Actifs utilisés (hors dérivés intégrés) :**

### Actions

Le Fonds est investi au minimum à 90% de l'actif net en actions internationales de toute capitalisation boursière du secteur des métaux précieux sans privilégier de zone géographique.

Le Fonds peut, jusqu'à 25% de l'actif net, s'exposer sur les marchés des pays émergents.

#### Titres de créances et instruments du marché monétaire

Le Fonds n'investira pas dans ces actifs.

#### Parts et actions d'OPCVM et/ou de FIA

Le Fonds pourra investir jusqu'à 10% de son actif net en parts ou actions d'OPCVM de droit français ou européens et/ou en FIA à vocation générale ouverts à une clientèle non professionnelle ou de FIA répondant aux conditions de l'article R 214-13 du Code Monétaire et Financier, gérés ou non par VESTATHENA, et de toute classification.

#### **Instruments dérivés :**

La stratégie d'investissement n'a pas vocation à utiliser d'instruments dérivés.

Toutefois, dans le cadre de gestion, le gérant se réserve la possibilité de recourir aux instruments dérivés suivants :

#### Nature des marchés d'intervention :

*Réglémentés*

*Organisés*

#### Risques sur lesquels le gérant désire intervenir :

*Action*

*Change*

Nature des interventions : l'ensemble des opérations devant être limité à la réalisation de l'objectif de gestion.

*Couverture*

#### Nature des instruments utilisés :

*Futures*

*Options*

#### La stratégie d'utilisation des dérivés pour atteindre l'objectif de gestion :

*Couverture du risque actions*

*Couverture du risque de change*

L'engagement qui résulte de contrats constituant des instruments financiers à terme ne peut dépasser 100% de l'actif net.

#### **Titres intégrant des dérivés :**

Le Fonds peut utiliser des titres intégrant des dérivés dans la limite de 10% de son actif net, la stratégie d'utilisation des dérivés intégrés étant la même que celle décrite pour les dérivés. Il s'agit de warrants, bons de souscription et d'obligations convertibles. Ces instruments financiers seront principalement détenus à la suite d'opérations affectant les titres en portefeuille, le Fonds n'ayant pas vocation à acquérir ce type d'actifs.

**Dépôts** : Néant

#### **Emprunts d'espèces :**

Le Fonds peut se trouver temporairement en position débitrice et avoir recours dans ce cas à l'emprunt d'espèces, dans la limite de 10% de son actif net.

#### **Opérations d'acquisition et cession temporaire de titres :**

Le Fonds peut effectuer des acquisitions et des cessions temporaires de titres :

(i) Prises en pensions et emprunts de titres par référence au Code Monétaire et Financier ;

(ii) Mises en pension et prêts de titres par référence au Code Monétaire et Financier.

L'ensemble de ces interventions est limité à la réalisation de l'objectif de gestion soit afin d'optimiser la gestion de la trésorerie soit dans un but d'optimisation du rendement du portefeuille.

Des informations complémentaires figurent à la rubrique frais et commissions du prospectus.

## Gestion des garanties financières :

Dans le cadre de réalisation des opérations de cession temporaire des titres, il peut recevoir les actifs financiers considérés comme des garanties et ayant pour but de réduire son exposition au risque de contrepartie.

Les garanties financières reçues seront essentiellement constituées, et en espèces et en obligations d'Etat éligibles pour les opérations de cession temporaire de titres.

Toute garantie financière reçue respectera les principes suivants :

Liquidité : Toute garantie financière en titres doit être très liquide et pouvoir se négocier rapidement sur un marché réglementé à prix transparent ;

Cessibilité : Les garanties financières sont cessibles à tout moment ;

Evaluation : Les garanties financières reçues font l'objet d'une évaluation quotidienne. Une politique de décote prudente sera appliquée sur les titres pouvant afficher une volatilité non négligeable ou en fonction de la qualité de crédit ;

Qualité de crédit des émetteurs : Les garanties financières sont de haute qualité de crédit ;

Placement de garanties reçues en espèces : Elles sont, soit placées en dépôts auprès d'entités éligibles, soit investies en obligations d'Etat de haute qualité de crédit (notation respectant les critères des OPCVM/FIA « monétaires court terme »), soit investies en OPCVM/FIA « monétaires à court terme », soit utilisées aux fins de transactions de prise en pension conclues avec un établissement de crédit ;

Corrélation : les garanties sont émises par une entité indépendante de la contrepartie ;

Diversification : Le risque de contrepartie dans des transactions de gré à gré ne peut excéder 10% des actifs nets lorsque la contrepartie est un des établissements de crédit tel que défini dans la réglementation en vigueur, ou 5% de ses actifs dans les autres cas ;

L'exposition à un émetteur donné ne dépasse pas 20% de l'actif net ;

Conservation : Les garanties financières reçues sont placées auprès du Dépositaire ou par un de ses agents ou tiers sous son contrôle ou de tout dépositaire tiers faisant l'objet d'une surveillance prudentielle et qui n'a aucun lien avec le fournisseur des garanties financières ;

Interdiction de réutilisation : Les garanties financières autres qu'en espèces ne peuvent être ni vendues, ni réinvesties, ni remises en garantie.

## Risque global

**L'engagement sur les marchés à terme est calculé selon la méthode de calcul de l'engagement.**

### Profil de risque :

Le Fonds sera investi dans des instruments financiers sélectionnés par le gérant dans le cadre de la stratégie d'investissement décrite au paragraphe précédent. Ces instruments connaîtront les évolutions et les aléas des marchés financiers sur lesquels le Fonds sera investi.

La valeur liquidative est susceptible de connaître une volatilité du fait des instruments financiers qui composent son portefeuille. Dans ces conditions, le capital investi pourrait ne pas être intégralement restitué y compris pour un investissement réalisé sur la durée de placement recommandée.

Les principaux risques auxquels s'expose l'investisseur sont :

Risque action : Les variations des marchés d'actions peuvent entraîner des variations importantes de l'actif net pouvant entraîner une baisse de la valeur liquidative du Fonds; en particulier, il existe un risque lié à la présence dans le portefeuille de moyennes et petites capitalisations dont les variations de cours peuvent excéder celles des grandes capitalisations ; en cas de baisse des cours des moyennes et petites capitalisations détenues en portefeuille, la valeur liquidative baisse.

Risque de perte en capital : Le Fonds répercutera les baisses des marchés actions à hauteur de son niveau d'investissement sur ces marchés. L'investisseur est averti que son capital n'est pas garanti et qu'il peut ne pas récupérer le capital initialement investi.

Risque de gestion discrétionnaire : Le style de gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des différents marchés (actions, obligations). Il existe un risque que le Fonds ne soit pas investi sur les marchés les plus performants.

Risque pays lié à l'investissement sur les titres émis par les pays émergents : Les conditions de fonctionnement et de surveillance de ces marchés peuvent s'écarter des standards prévalant pour les grandes places internationales.

Risque de concentration du portefeuille : Risque lié à la concentration éventuelle du portefeuille sur des entreprises appartenant à des secteurs spécifiques (métaux précieux en général); en cas de baisse des cours de bourse d'entreprises détenues en portefeuille appartenant à des zones géographiques ou des secteurs spécifiques déterminés, la valeur liquidative baisse.

Risque de change : Le risque de change existe du fait que l'OPCVM détient des titres libellés dans une devise autre que l'euro ; la variation de l'euro par rapport à une autre devise pourra impacter négativement la valeur liquidative du Fonds.

Risque de contrepartie : Le risque de contrepartie résulte de tous les contrats financiers de gré à gré conclus avec la même contrepartie, notamment des opérations d'acquisition/cession temporaire des titres. Le risque de contrepartie mesure le risque de perte pour le Fonds en cas de défaillance d'une contrepartie incapable de faire face à ses obligations contractuelles avant que l'opération ait été réglée de manière définitive sous la forme d'un flux financier. Dans ce cas, la valeur liquidative pourrait baisser.

Risques accessoires : Ces risques sont accessoires car la gestion n'expose pas le Fonds au-delà de 10% de son actif net.

Risque lié aux obligations convertibles : La valeur des obligations convertibles dépend de plusieurs facteurs : niveau des taux d'intérêt, évolution du prix des actions sous-jacentes, évolution du prix du dérivé intégré dans l'obligation convertible ; évolution du spread de crédit ; ces différents éléments peuvent entraîner une baisse de la VL de l'OPCVM.

**La durée minimale de placement recommandée: 5 ans.**

## Commissaire aux comptes

PWC SELLAM

## Politique d'investissement

### L'environnement de marché

Au cours de la période sous revue, l'or physique a connu un fort mouvement baissier puis un fort mouvement haussier. Du 1<sup>er</sup> avril 2015 au 31 décembre 2015, l'or a perdu 11.9% et termine l'année à 1061.1\$ l'once. La volatilité du métal est avant tout impactée par les nouvelles économiques en provenance des Etats-Unis et l'anticipation de futures hausses des taux américains. Le métal évolue à l'inverse du dollar. Outre ces raisons fondamentales, la spéculation a fait rage au cours de l'été 2015 en Asie et aux Etats-Unis avec de forts volumes de vente: en raison de la publication des réserves chinoises en or (mises à jour pour la première fois depuis 2009, les chiffres ont déçu les attentes) mais aussi pour des motifs purement spéculatifs. Les sorties sur les ETFs indexés à l'or, dont les encours sont au plus bas depuis 2009, ont amplifié le mouvement baissier sur toute cette période. Le premier trimestre de l'année 2016 en revanche a connu une inversion de tendance remarquable: l'once est passée sur le trimestre de 1061.1\$ fin décembre à 1232.75\$ fin mars, soit une progression de 16,2% en dollar. Cette hausse s'explique par les craintes de ralentissement de l'économie mondiale, et notamment américaine. La perspective de hausses importantes des taux d'intérêt de la FED semble s'éloigner et le dollar s'affaiblit, alors que l'or est très fortement et inversement corrélé avec cette monnaie depuis plusieurs années. En ce début d'année tourmenté sur les marchés actions, alimentée par l'essoufflement économique de la Chine et la résurgence des risques géopolitiques, l'or retrouve aussi sa fonction de valeur refuge. Les achats d'or par le biais des ETFS ont amplifié le mouvement de hausse avec un volume d'achats de 797M d'onces depuis le début de l'année, compensant en quelques semaines la décollecte de 4.5M d'onces observée sur 2015.

L'argent a suivi la tendance baissière de l'or sur les trois premiers trimestres de la période revue en les amplifiant. Du 1<sup>er</sup> avril 2015 au 31 décembre 2015, le métal a perdu 18.3% et termine l'année à 13.8\$ l'once. Il a suivi dans une moindre mesure le mouvement de hausse du premier trimestre, en progressant de 13.8\$ à 15,4\$ l'once, une hausse de 11.5%. La composante importante de sa demande liée à son utilisation industrielle (plus de 50% de la demande totale) a pesé sur le métal au cours du mois de février 2016 mais a permis en mars un rebond lié à l'annonce de mesures de stimulation monétaire en Chine et d'une reprise de la demande due à des effets de saisonnalité. Ainsi, le ratio or / argent se situe à 80, soit largement au-dessus de sa moyenne historique de 60 (depuis 1998).

Le platine et le palladium ont évolué tous deux à la baisse pendant la majeure partie de la période sous revue en raison du lien entre leur demande et la croissance mondiale. Ils perdent respectivement 14.6% et 23.4%, pour clôturer fin mars à 975.7\$ et 564.1\$ l'once. Ce mouvement baissier a été amplifié par la désaffection des investisseurs via les ETFs. A noter que ces métaux ont connu une forte période de volatilité à la fin du mois de septembre avec l'irruption du scandale Volkswagen. Ils sont partis dans des directions opposées suite à l'anticipation par le marché d'une réduction importante des ventes de voitures au diesel: le platine, composant essentiel dans la fabrication des catalyseurs des voitures au diesel, s'est effondré et perd 15,9% pour terminer le trimestre à 907.2\$ l'once tandis que le palladium, utilisé pour les catalyseurs des voitures à essence, a bondi à la fin du mois et clôture le trimestre avec une baisse plus modeste de 3.4% et un prix de 652.7\$ l'once.

Dans ce contexte très volatil, les sociétés productrices de métaux précieux ont elles aussi connu une forte période de volatilité. Sur les neuf premiers mois de la période sous revue, en raison du levier naturel des sociétés productrices, l'indice FTSE Gold Mines TR a amplifié la tendance baissière des métaux physiques et perdu 22.1% en euros. Les bonnes performances opérationnelles et la création de flux de trésorerie de certaines sociétés sont complètement occultées par la déprime du marché. L'indice FTSE Gold Mines TR a même dépassé les planchers atteints en 2008 en pleine crise financière. Depuis le début de l'année 2016 en revanche, porté par le mouvement haussier sur les métaux précieux, l'indice FTSE Gold Mines TR progresse de 46% en euros depuis le début de l'année. Les producteurs aurifères senior, qui représentent à eux seuls 45% de l'indice, retrouvent enfin des couleurs: Goldcorp est en hausse de 34.5%, Barrick Gold de 75.8% et Newmont de 41.1% en euros. Ces performances s'expliquent avant tout par le niveau des points morts des sociétés: ils se situent entre 1000\$ et 1200\$ l'once, en tenant compte des coûts opérationnels d'extraction, de l'investissement nécessaire au maintien de la production et des coûts de financement. Au-delà donc, la génération de flux de trésorerie est importante et l'effet de levier offert par les sociétés aurifères fonctionne pleinement.

### Stratégie d'investissement

Ambre poursuit une stratégie de diversification sur les métaux précieux: les producteurs d'argent, de diamants, de platine et de palladium représentent 24% du fonds au 31 mars 2016. La diversification passe également par une construction d'un portefeuille équilibrée

autour des différents profils de sociétés: exploration, mines en cours de construction et sociétés de production junior (8.7% au 31 mars 2016), mines de production intermédiaires (entre 200000 et 1M d'onces par an, 16.3%), sociétés minières senior (30.9%), sociétés de royalties (11.8%).

Le principal contributeur à la performance sur la période sous revue est Detour. Cette société aurifère de taille intermédiaire possède un actif exceptionnel au Canada (506000 onces de production en 2015). Elle progresse de 90.2% sur la période, en annonçant régulièrement des résultats au-dessus des objectifs, tant en terme de production que de baisse des coûts de production. Début 2016, l'annonce de ses résultats annuels au-dessus de ses objectifs suivie de celle des perspectives pour 2016 a entraîné une revalorisation importante du titre. La société a encore des marges de manœuvre opérationnelles pour optimiser l'exploitation de cet actif exceptionnel situé au Canada: elle reste notre principale conviction sur le secteur et principale ligne en portefeuille.

Un autre contributeur positif à la performance illustre l'efficacité de la stratégie de stock picking du fonds: la société Lake Shore Gold (deux actifs en production en Ontario (Canada) pour une production annuelle de 180000 onces) est rentrée en portefeuille en janvier 2014 à un cours de 0.52CAD. La maîtrise des coûts de production, l'assainissement du bilan, le potentiel d'exploration et sa valorisation déprimée en faisait un cas d'investissement clair pour nous. La société a fait l'objet d'une offre d'achat début février 2016 par un producteur de taille plus importante et nous avons cédé le titre à 1.63CAD soit 213% de hausse. C'est ce type de «pépites» que nous continuons à dénicher grâce à l'expertise développée sur ce secteur.

Un autre contributeur positif à la performance est la société de production senior Randgold (1.2M d'onces d'or produites en 2015). Le titre progresse de 36.3% sur la période. C'est l'un des modèles du secteur, délivrant tous les trimestres d'excellents résultats opérationnels autour d'un portefeuille d'actifs de qualité et parfaitement maîtrisés opérationnellement. Nous avons renforcé notre position au cours de la période: si l'Afrique est indéniablement un continent au fort potentiel minier, Randgold nous semble le mieux armé pour exploiter au mieux des actifs de qualité dans le contexte géopolitique spécifique au continent.

Le principal contributeur négatif à la performance sur la période est la société North American Palladium (mine de palladium au Canada) avec une chute de 88.7% du titre: malgré des chiffres de production encourageants sur 2014 démontrant des succès opérationnels dans le lancement de leur mine, le nouveau management n'a pas réussi à redresser le bilan. La société a annoncé mi-avril 2015 une recapitalisation transformant la dette de son principal créancier en capital et entraînant une dilution majeure de l'actionariat existant. Les coûts de production sont aujourd'hui trop élevés vu le contexte de prix sur le palladium. Nous avons soldé la position au cours de la période.

Un autre contributeur négatif à la performance est Rubicon (mine d'or en cours de construction, Canada) qui perd 81.3%: alors que le niveau cible de production devait être atteint d'ici la fin de l'année, l'usine a dû d'abord fermer en raison d'une concentration trop forte d'ammoniac dans les déchets. Des travaux plus approfondis ont alors mis à jour les limites du programme minier actuel et la qualité bien moindre des réserves au regard des études sur lesquelles était construit le financement du projet. La mine reste à ce jour fermée. Malgré un niveau de valorisation très bas, nous avons vendu à la fin de l'année le titre à perte car il est aujourd'hui impossible de le valoriser étant donné la remise en cause totale de son plan minier et des caractéristiques géologiques de l'actif.

Enfin un autre contributeur négatif à la performance est Primero qui perd 44.7% sur la période. La société, de taille intermédiaire, produit 260000 onces d'or autour de deux actifs, la mine de San Dimas au Mexique et celle de Black Fox, située dans le prolifique camp Timmins en Ontario au Canada. Le titre a d'abord été affecté par son retrait au cours du troisième trimestre 2015 de la composition d'un des indices les plus utilisés pour la gestion passive (GDX) ce qui a entraîné des ajustements importants sur le titre. Puis en février 2016, le gouvernement mexicain est revenu sur un accord fiscal conclu avec la société sur des revenus générés entre 2010 et 2014. Le montant d'impôts à rembourser se situerait entre 20 et 40M\$ par année, ce qui aurait un impact significatif sur la génération de flux de trésorerie de l'actif. La société est entrée en négociation avec le gouvernement et une solution plus favorable pourrait être trouvée, même si le marché envisage le scénario le pire. Primero gère des actifs de qualité et ses coûts sont parmi les plus bas du secteur, c'est pourquoi nous maintenons notre investissement malgré ce revers.

## **Point sur les acquisitions et cessions temporaires de titres et contrats financiers:**

Au cours de l'exercice, le Fonds n'a pas eu recours aux opérations d'acquisitions et cessions temporaires de titres.

Au cours de l'exercice, le Fonds n'a pas mis en place des positions sur des instruments financiers à terme négociés sur des marchés réglementés.

## **Perspectives**

Le secteur continue sa mutation: les abus de l'industrie tels que la course au volume, les acquisitions à outrance et l'endettement excessif sont révolus pour une partie des sociétés du secteur. Les programmes de restructuration qu'elles mettent en place pèsent certes sur leurs revenus en raison des dépréciations comptables mais commencent à porter leurs fruits sur les marges opérationnelles. Paradoxalement, le contexte haussier depuis le début de l'année 2016 rend la valorisation de certaines sociétés aurifères encore plus attractives: au cours actuel des métaux précieux, les perspectives et la génération des flux de trésorerie de certaines sociétés ne sont pas pleinement valorisés. Quant à l'optionnalité offerte par ces sociétés sur une extension de leurs réserves existantes, elle a depuis quelques années disparu de leur valorisation.



## Performances

Au cours de la période sous revue (du 01/04/2015 au 31/03/2016), le fonds Ambre, dont vous êtes porteurs de parts, a réalisé une performance de 4.99% contre 13.72% pour son indicateur de référence.

Depuis sa création, le 22 janvier 2010, la performance annualisée du Fonds est de -8.53% contre -5.67% pour son indice de référence.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPC.

Au 31 mars 2016, l'actif net du Fonds s'élève à 17.3 millions d'euros.

**Changements intervenus au cours de l'exercice:** Néant

## Déontologie

### Application des critères ESG

#### **La prise en compte des critères ESG est une richesse.**

La philosophie d'investissement de la Vestathena est fondée sur la connaissance approfondie des sociétés, jugées dans une optique de long terme. La considération de critères qualitatifs qui enrichissent les données financières, complète et améliore la connaissance des entreprises. L'incorporation de toute l'information utile pour une meilleure décision d'investissement fait partie intégrante de notre méthode de sélection de sociétés. Notre pratique nous enseigne qu'il est essentiel d'appréhender dans sa totalité la valeur d'une entreprise pour approcher l'excellence dans l'investissement. L'investissement socialement responsable est perçu comme un synonyme d'investissement communautaire et constitué d'approches d'exclusion. Nous pensons que l'ESG est une discipline plus complexe, qui apporte une vision essentielle pour tout professionnel faisant des décisions d'investissement.

Probablement la plus importante des hypothèses qui porte l'ISR est la méfiance dans l'efficacité des marchés à court et à moyen terme, croyance qui est cohérente avec les approches de l'école de la régulation économique et les théories de l'économie du bien-être, qui partent du postulat que les marchés sont inefficaces et doivent alors être guidés vers un optimum normatif.

Au niveau des secteurs économiques ou de l'analyse de sociétés, l'ISR peut souligner ou éclaircir des situations dans lesquelles les sociétés n'opèrent pas à l'intérieur de contraintes raisonnables et ces informations apportent des connaissances utiles aux investisseurs pour comprendre le profil des risques d'un secteur ou d'une firme. Les inefficacités économiques peuvent impliquer un transfert inefficace de ressources entre parties prenantes qui peuvent modifier la chaîne de valeur d'une entreprise ou même l'économie d'un secteur entier, ces modifications résultant des corrections du marché, des régulations introduites par le législateur ou encore par la pression de l'opinion publique.

Dans le contexte de l'investissement dans des entreprises cotées, où le contrôle et la propriété de la firme sont souvent séparés, l'approche de gouvernance prend toute son importance. Les détenteurs de créances résiduelles (pour simplifier, les actionnaires), la façon dont l'entreprise gère les matières environnementales, sociales et éthiques va être conditionnée par les pratiques de gouvernance d'entreprise; ainsi de la perspective de l'investisseur comme une partie prenante, peut lui donner une fenêtre informative précieuse sur la direction stratégique de la firme et de ses risques.

Les marchés financiers sont des organisations sociales guidées par le comportement humain et en particulier par le comportement de foules. Il est alors concevable que des tendances dans l'exclusion puissent provoquer des distorsions de valorisation, qui peuvent véhiculer des informations significatives sur des changements de paradigme dans la société. Ces distorsions apportent de l'information utile dans le cadre de l'investissement professionnel.

#### **Quelle est la pertinence des considérations ESG dans la pratique des affaires ?**

L'analyse stratégique des cinq forces stratégiques de Porter et la pertinence de l'analyse des interactions des concurrents, des forces externes, des fournisseurs et des clients montre la dynamique sociale implicite dans le comportement des entreprises. Elle contient en synthèse une vive description de la façon dont un secteur ou une entreprise doivent prendre en compte les facteurs environnementaux, la structure de l'industrie, et les flux potentiels des coûts et bénéfices entre parties prenantes (les autres concurrents, les clients, les produits de remplacement, les fournisseurs, etc.). La prise en compte des critères ESG est déjà une habitude pour les meilleurs acteurs économiques.

Plus important pour un investisseur professionnel, qui doit dépasser un résultat de référence (ou indice de référence) pour pouvoir espérer accomplir sa tâche, est le problème de savoir si l'ajout des critères ESG dans sa méthode de gestion possède une valeur ajoutée

quantifiable. En d'autres termes, l'incorporation de critères ESG constitue-t-elle un coût ou un bénéfice? Les résultats de la recherche académique ne sont pas concluants. Une explication à ce phénomène est le rôle dynamique d'intermédiaire des marchés financiers entre les entreprises et les sociétés: ce rôle adaptatif permet que l'influence des marchés sur la gestion des firmes soit retournée en écho par l'impact des performances des sociétés sur le rendement des actifs. Les marchés, répétons-le, sont simplement un mécanisme social et, comme toute institution sociale, elle peut être influencée dans le bon sens ou dans le mauvais sens. Benjamin Graham disait, très justement: «à court terme le marché est une machine à voter, mais à long terme c'est une machine à peser». En tant qu'investisseurs à long terme, nous sommes convaincus que nos analyses de valorisation des sociétés cotées doivent considérer de façon réfléchie et profonde les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance.

La définition du Comité Économique et Social Européen (Cf. CESE, Avis du Comité économique et social européen sur le thème « Produits financiers socialement responsables », ECO 266). « Il s'agit de produits d'épargne [...], de produits d'investissement [...], d'instruments de financement du crédit et de mécanismes de soutien financier [...], qui comprennent dans leur conception des critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance, sans négliger aucunement les objectifs nécessaires en matière de risques et de rentabilité financière. [...] Dans les grandes lignes, cela consiste à investir dans les organisations qui font preuve d'un meilleur comportement et favorisent le développement durable. Ces produits ont donc pour objet de constituer un instrument efficace pour contribuer au développement général de la société en incitant les entreprises à se comporter de manière appropriée afin de répondre aux intérêts des investisseurs.».

La pérennité d'une entreprise ne peut uniquement reposer sur sa rentabilité économique. Toute information complémentaire sur l'environnement de la société doit être prise en compte dans la gestion d'actifs des enjeux ESG, sans que cela se traduise par un impact systématique et mécanique sur la sélection des titres en portefeuille.

## **Les critères ESG complètent notre connaissance des entreprises**

Pour Vestathena, la qualité de la responsabilité sociale d'une entreprise favorise directement son développement économique. Intégrer les critères ESG permet d'améliorer la connaissance des sociétés en regardant au-delà des chiffres : politique de ressources humaines, relations avec les clients, traitement et relations avec les fournisseurs, enjeux environnementaux, connaissance des nouvelles réglementations, détection des opportunités de développement, meilleure anticipation des risques. L'analyse des critères ESG aide à mieux évaluer l'entreprise et à mieux mesurer le risque des investissements.

## **Des critères qualitatifs qui ont un impact financier**

L'intérêt croissant des entreprises pour le développement durable repose en grande partie sur des motifs économiques : avantage concurrentiel et réduction des coûts. Toutefois, la principale motivation évoquée par les entreprises reste le risque d'image. Si le développement durable a un prix, la négligence en la matière peut avoir un coût considérable. Le montant des amendes infligées pour non-respect des réglementations sociales et environnementales est en constante augmentation.

Les valeurs de croissance sont souvent à l'avant-garde en matière de responsabilité sociale des entreprises. Souvent des entreprises qui pénètrent dans un marché encombré (challengers et innovateurs), se doivent d'intégrer ces enjeux dans leur stratégie pour construire durablement leur avantage compétitif et assurer leur développement à long terme. Attirer et motiver les meilleurs éléments et anticiper les réglementations sociales et environnementales sont des facteurs clés de succès pour ces sociétés. A l'inverse, pour les entreprises qui présentent des décotes sur actifs (dites "value"), l'incorporation de ce type de considérations est très insuffisante, elles sont souvent très en retard. La décote observée sur ces titres est d'ailleurs souvent liée à une mauvaise gestion des enjeux ESG. Notre rôle consiste à analyser si ces difficultés perdureront dans le temps ou non, et calculer au mieux l'impact financier à court et moyen terme des modifications possibles et probables. Leur résolution peut déclencher un renouveau d'intérêt pour la société.

## **Une démarche qualitative, mais disciplinée**

Dans ses choix d'investissement, Vestathena s'efforce d'évaluer les impacts de l'activité de l'entreprise ou des politiques publiques sur l'environnement, les rapports humains, les équilibres sociaux, et de formuler une évaluation honnête qui intègre les externalités économiques en matière sociale, environnementale ou de gouvernance. Mais cette évaluation relève d'un processus d'adaptation à la complexité du réel, non d'une application automatique d'un code normatif, par définition arbitraire. Juger de la qualité du management, comme des enjeux sociaux et environnementaux, relève avant tout de l'opinion et les certitudes sont rares. Nous en assumons la part de jugement que cette démarche implique.

## **Il n'existe pas des normes de qualité irréfutables pour l'information ESG**

Depuis l'apparition des premiers analystes financiers, au début du vingtième siècle, les progrès sur la communication des entreprises vers la communauté financière sont en constants progrès. Même si, de temps en temps, des scandales et des fraudes sur les comptes se font jour, nous pouvons considérer que la situation s'est considérablement améliorée. L'information véhiculée par les rapports annuels des sociétés cotées est de qualité et elle permet une analyse pertinente et avisée. Si les comptes annuels ont fait l'objet d'une standardisation et d'une certification systématique, il n'en va pas de même dans le domaine de l'ESG. La structuration d'une information extra-financière fiable et pertinente est à faire, l'écart entre la qualité de l'information financière publiée et les informations extra financières

disponibles est significatif. Les entreprises cotées qui font figurer des indicateurs de performance assortis d'objectifs mesurables et de délais précis sont peu nombreuses. Trop souvent, les rapports relatent des exemples de réussites isolés sans faire état du moindre chiffre. Faute de repères communs, il est très difficile de comparer les performances des entreprises entre elles. Face à une information encore très hétérogène, l'appréciation de la responsabilité sociale des entreprises, d'une richesse incontestable, reste dans le domaine des appréciations et des perceptions.

## **Une information défectueuse n'implique pas forcément une irresponsabilité, une information adroite n'est pas forcément gage de responsabilité**

Dans bien des cas, notre expérience montre que l'absence d'information écrite n'est pas forcément représentative de la qualité de l'engagement sociétal, environnementale ou de gouvernance. Plusieurs sociétés de taille modeste développent, sans tapage, un modèle de croissance respectueux de l'environnement, entretiennent des bonnes relations de travail et pratiquent la transparence décisionnel associée à une bonne gouvernance, sans pour autant entrer dans une politique de communication agressive. Des exemples abondent chez les sociétés de faible notoriété et de faible capitalisation boursière. Inversement, les sociétés de taille importante, membres d'un indice prestigieux, ont les moyens de mettre en place une politique de communication sophistiquée et généreuse en moyens (financiers et humains), mais cet engagement est parfois juste un habillage qui n'est pas nécessairement «vécu» par les salariés, ni les parties prenantes de ces sociétés.

D'où la nécessité de mettre en perspective toute l'information disponible pour arriver à une décision efficace. Des rencontres à tous les niveaux, des rapports croisés, de l'information sectorielle. Disposer de la majeure quantité d'information fiable et de qualité est la clé du succès dans l'investissement, donc la responsabilité de l'investisseur professionnel.

La réalité des entreprises est dynamique. Les sociétés s'adaptent aux changements de la réalité, aux goûts des clients, aux coûts des matières premières, à la qualité différenciée des fournisseurs, aux nouvelles régulations et luttent pour survivre, croître et prospérer. L'exclusion d'un certain nombre d'entre elles comme résultat d'une grille quantitative nous semble réduire le problème à des dimensions trop simples et peut écarter a priori des sociétés disposant d'un immense potentiel d'amélioration dans toutes les dimensions économiques et sociétales. Nous n'appliquons donc aucune exclusion sectorielle automatique. Une très mauvaise gestion de la gouvernance n'est pas un facteur d'exclusion. Dans les secteurs où la controverse est forte (jeux en ligne, alcool, défense), nous portons une attention particulière aux politiques de prévention mises en place par les entreprises, sans pratiquer une exclusion de principe. Dans les secteurs à fort impact sur l'environnement (transport routier, matériaux de construction, chimie, etc.), nous étudions les comportements et la dynamique des entreprises pour arriver à des conclusions raisonnées. Nous faisons confiance aux entrepreneurs et souhaitons encourager les entreprises qui s'inscrivent dans une démarche de progrès et d'amélioration positive. Depuis la création de la Vestathena, la qualité du management est un critère essentiel de la méthode de notre sélection de valeurs.

Vestathena privilégie une gestion raisonnée qui s'appuie sur les caractéristiques économiques fondamentales de chaque entreprise pour fonder son opinion d'investissement, dans une optique à long terme. Cette démarche ne peut être externalisée.

La connaissance approfondie du gérant ou de l'analyste de l'histoire de l'entreprise, de ses dirigeants, de ses actionnaires et de son activité est irremplaçable. Elle lui permet une lecture entre les lignes d'une information extra financière toujours présentée de façon positive. D'où notre choix d'intégrer à toutes les étapes de décision la connaissance totale du cas d'investissement. Il va de soi que le gérant ne peut pas déléguer sa réflexion à un prestataire externe.

Nous n'avons pas recours aux agences de notation. Les agences de notation ne couvrent que partiellement notre univers d'investissement en privilégiant généralement les grandes valeurs. L'approche de Vestathena concerne toutes les valeurs cotées, quelle que soit la taille de leur capitalisation boursière. Les agences de notation ont une démarche trop balisée qui les oblige à sanctionner systématiquement l'absence d'information. Le caractère public de leurs analyses et de leurs notations oblige trop souvent les agences à se cantonner à l'information publiée, parfois éloignée de la réalité du terrain. C'est la démarche terrain que nous privilégions toujours au sein de Vestathena.

Rien ne remplace la rencontre. La rencontre est un moment clef. L'information sur les entreprises étant encore l'atout majeur dans la réussite de la gestion, il existe une véritable prime pour ceux qui vont la chercher sur le terrain, si elle est bien analysée. Nous observons des décalages étonnants entre les réponses écrites et les réponses données en entretien. Il est fréquent qu'à la lecture du rapport annuel, nous soyons séduits par une entreprise et que la communication informelle soit en décalage de cette démarche de communication de certains rapports.

## **Compte rendu relatif aux frais d'intermédiation**

Au titre de la période, Vestathena n'est pas concernée par ce compte-rendu car le montant des frais d'intermédiation réglés à ses contreparties est inférieur à 500000€ par an.

Les informations sur la politique de sélection et d'évaluation des intermédiaires financiers sont disponibles sur le site [www.vestathena.com](http://www.vestathena.com) ou par demande écrite à VESTATHENA - 65 rue de Monceau - 75008 Paris en indiquant distinctement vos prénom, nom et coordonnées.

## Bilan actif

	Exercice 31/03/2016	Exercice 31/03/2015
<b>Immobilisations Nettes</b>	-	-
<b>Dépôts</b>	-	-
<b>Instruments financiers</b>	<b>15,852,582.50</b>	<b>16,387,059.87</b>
<b>Actions et valeurs assimilées</b>	<b>15,852,582.50</b>	<b>15,760,273.82</b>
Négoziées sur un marché réglementé ou assimilé	15,852,582.50	15,760,273.82
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
<b>Obligations et valeurs assimilées</b>	-	-
Négoziées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
<b>Titres de créances</b>	-	-
Négoziés sur un marché réglementé ou assimilé - Titres de créances négociables	-	-
Négoziés sur un marché réglementé ou assimilé - Autres titres de créances	-	-
Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
<b>Titres d'organismes de placement collectif</b>	-	<b>626,786.05</b>
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne	-	626,786.05
Autres Fonds destinés à des non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne	-	-
Fonds professionnels à vocation générale et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne et organismes de titrisations cotés	-	-
Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne et organismes de titrisations non cotés	-	-
Autres organismes non européens	-	-
<b>Opérations temporaires sur titres</b>	-	-
Créances représentatives de titre reçus en pension	-	-
Créances représentatives de titres prêtés	-	-
Titres empruntés	-	-
Titres donnés en pension	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
<b>Instruments financiers à terme</b>	-	-
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Autres opérations	-	-
<b>Autres instruments financiers</b>	-	-
<b>Créances</b>	<b>12,285.22</b>	<b>10,368.53</b>
Opérations de change à terme de devises	-	-
Autres	12,285.22	10,368.53
<b>Comptes financiers</b>	<b>1,468,249.26</b>	<b>415,286.33</b>
Liquidités	1,468,249.26	415,286.33
<b>TOTAL DE L'ACTIF</b>	<b>17,333,116.98</b>	<b>16,812,714.73</b>

## Bilan passif

	Exercice 31/03/2016	Exercice 31/03/2015
<b>Capitaux propres</b>	-	-
<b>Capital</b>	18,780,556.15	20,657,778.23
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)	-	-
Report à nouveau (a)	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a,b)	-1,385,344.47	-3,750,566.37
<b>Résultat de l'exercice (a,b)</b>	-94,422.66	-255,961.45
<b>Total capitaux propres</b> (= Montant représentatif de l'actif net)	17,300,789.02	16,651,250.41
<b>Instruments financiers</b>	-	-
<b>Opérations de cession sur instruments financiers</b>	-	-
<b>Opérations temporaires sur titres</b>	-	-
Dettes représentatives de titres donnés en pension	-	-
Dettes représentatives de titres empruntés	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
<b>Instruments financiers à terme</b>	-	-
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Autres opérations	-	-
<b>Dettes</b>	32,327.96	161,464.32
Opérations de change à terme de devises	-	-
Autres	32,327.96	161,464.32
<b>Comptes financiers</b>	-	-
Concours bancaires courants	-	-
Emprunts	-	-
<b>TOTAL DU PASSIF</b>	17,333,116.98	16,812,714.73

(a) Y compris comptes de régularisations.

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

## Hors-bilan

	Exercice 31/03/2016	Exercice 31/03/2015
<b>Opérations de couverture</b>		
Engagements sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagements de gré a gré		
Autres engagements		
<b>Autres opérations</b>		
Engagements sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagements de gré a gré		
Autres engagements		

## Compte de résultat

	Exercice 31/03/2016	Exercice 31/03/2015
<b>Produits sur opérations financières</b>		
Produits sur actions et valeurs assimilées	91,417.84	87,320.85
Produits sur obligations et valeurs assimilées	-	-
Produits sur titres de créances	-	-
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres	-	-
Produits sur instruments financiers à terme	-	-
Produits sur dépôts et sur comptes financiers	-	-
Autres produits financiers	-	-
<b>TOTAL I</b>	<b>91,417.84</b>	<b>87,320.85</b>
<b>Charges sur opérations financières</b>		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres	-	-
Charges sur instruments financiers à terme	-	-
Charges sur dettes financières	-	-12.40
Autres charges financières	-	-
<b>TOTAL II</b>	<b>-</b>	<b>-12.40</b>
<b>Résultat sur opérations financières (I - II)</b>	<b>91,417.84</b>	<b>87,308.45</b>
<b>Autres produits (III)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Frais de gestion et dotations aux amortissements (IV)</b>	<b>-187,063.17</b>	<b>-343,346.50</b>
<b>Résultat net de l'exercice (I - II + III - IV)</b>	<b>-95,645.33</b>	<b>-256,038.05</b>
<b>Régularisation des revenus de l'exercice (V)</b>	<b>1,222.67</b>	<b>76.60</b>
<b>Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (VI)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Résultat (I - II + III - IV +/- V - VI)</b>	<b>-94,422.66</b>	<b>-255,961.45</b>

## Règles et méthodes comptables

L'organisme s'est conformé au règlement ANC n° 2014-01 du 14 janvier 2014 relatif au plan comptable des organismes de placement collectif à capital variable.

La devise de comptabilité est l'Euro.

Toutes les valeurs mobilières qui composent le portefeuille ont été comptabilisées au coût historique, frais exclus.

Les titres et instruments financiers à terme ferme et conditionnel détenus en portefeuille libellés en devises sont convertis dans la devise de comptabilité sur la base des taux de change relevés à Paris au jour de l'évaluation.

Le portefeuille est évalué lors de chaque valeur liquidative et lors de l'arrêté des comptes selon les méthodes suivantes :

### Valeurs mobilières

Les titres cotés : à la valeur boursière - coupons courus exclus (cours clôture jour)

Toutefois, les valeurs mobilières dont le cours n'a pas été constaté le jour de l'évaluation, ou cotées par des contributeurs et pour lequel le cours a été corrigé, de même que les titres qui ne sont pas négociés sur un marché réglementé, sont évalués sous la responsabilité de la société de gestion (ou du conseil d'administration pour une Sicav), à leur valeur probable de négociation. Les prix sont corrigés par la société de gestion en fonction de sa connaissance des émetteurs et/ou des marchés.

Les O.P.C. : à la dernière valeur liquidative connue, à défaut à la dernière valeur estimée. Les valeurs liquidatives des titres d'organismes de placements collectifs étrangers valorisant sur une base mensuelle, sont confirmées par les administrateurs de fonds. Les valorisations sont mises à jour de façon hebdomadaire sur la base d'estimations communiquées par les administrateurs de ces OPC et validées par le gérant.

Les acquisitions et cessions temporaires de titres :

Les prêts de titres : la créance représentative des titres prêtés est évaluée à la valeur du marché des titres.

Les emprunts de titres : les titres empruntés ainsi que la dette représentative des titres empruntés sont évalués à la valeur du marché des titres.

Les collatéraux : s'agissant des titres reçus en garantie dans le cadre des opérations de prêts de titres, l'OPC a opté pour une présentation de ces titres dans les comptes du bilan à hauteur de la dette correspondant à l'obligation de restitution de ceux-ci.

Les pensions livrées d'une durée résiduelle inférieure ou égale à trois mois : individualisation de la créance sur la base du prix du contrat. Dans ce cas, une linéarisation de la rémunération est effectuée.

Les pensions long terme: Elles sont enregistrées et évaluées à leur nominal, même si elles ont une échéance supérieure à trois mois. Ce montant est majoré des intérêts courus qui s'y rattachent. Toutefois, certains contrats prévoient des conditions particulières en cas de demande de remboursement anticipé afin de prendre en compte l'impact de hausse de la courbe de financement de la contrepartie. Les intérêts courus peuvent alors être diminués de cet impact, sans valeur planchée. L'impact est proportionnel à la durée résiduelle de la pension et l'écart constaté entre la marge contractuelle et la marge de marché pour une date de maturité identique.

Les mises en pensions d'une durée résiduelle inférieure ou égale à trois mois : valeur boursière. La dette valorisée sur la base de la valeur contractuelle est inscrite au passif du bilan. Dans ce cas, une linéarisation de la rémunération est effectuée.

### Instruments financiers à terme et conditionnels

Futures : cours de compensation jour.

L'évaluation hors bilan est calculée sur la base du nominal, de son cours de compensation et, éventuellement, du cours de change.

Options : cours de clôture jour ou, à défaut, le dernier cours connu.

Options OTC : ces options font l'objet d'une évaluation à leur valeur de marché, en fonction des cours communiqués par les contreparties. Ces valorisations font l'objet de contrôles par la société de gestion.

L'évaluation hors bilan est calculée en équivalent sous-jacent en fonction du delta et du cours du sous-jacent et, éventuellement, du



cours de change.

Change à terme : réévaluation des devises en engagement au cours du jour le report / déport calculé en fonction de l'échéance du contrat.

## Frais de gestion

- 1,15% TTC\* maximum pour la part B, sur la base de l'actif net.
- 2% TTC \* maximum pour la part A, sur la base de l'actif net.

*\*La société de gestion VESTATHENA n'ayant pas opté à la TVA, ces frais sont facturés sans TVA et le montant TTC est égal au montant hors taxes.*

Ces frais recouvrent tous les frais facturés directement à l'OPCVM, à l'exception des frais de transactions. Les frais de transaction incluent les frais d'intermédiation (courtage, etc.) et la commission de mouvement, le cas échéant, qui peut être perçue notamment par le dépositaire et la société de gestion.

## Commission de surperformance:

- 20% de la surperformance par rapport à l'indice de référence composite libellé en euro: 100% FTSE Gold Mines TR (TFTMIGMI Index) (depuis le 1er avril 2015)

La commission de surperformance est basée sur la comparaison entre la performance du fonds commun de placement et celle de l'indicateur de référence, sur une période égale à l'exercice annuel.

La performance du fonds commun de placement est calculée en fonction de l'évolution de la valeur liquidative.

Si, sur l'exercice, la performance du fonds commun de placement est supérieure à celle de l'indicateur de référence, la part variable des frais de gestion représentera 20% de la différence entre la performance du fonds commun de placement et celle de l'indicateur de référence.

Si, sur l'exercice, la performance du fonds commun de placement est inférieure à celle de l'indicateur de référence, la part variable des frais de gestion sera nulle. Au cours de l'année, le cas échéant, toute surperformance fera l'objet d'une provision au titre des frais de gestion variables lors du calcul de chaque valeur liquidative.

Dans le cas d'une sous-performance du FCP par rapport à l'indicateur de référence entre deux valeurs liquidatives, toute provision passée précédemment sera réajustée par une reprise sur provision. Les reprises sur provision sont plafonnées à hauteur des dotations antérieures. Cette part variable ne sera définitivement perçue à la clôture de chaque exercice que si sur l'exercice, la performance du FCP est supérieure à celle de l'indicateur de référence. La quote-part des frais de gestion variables sur les rachats survenus en cours d'exercice est définitivement acquise au fonds.

Ces frais (partie fixe et éventuellement partie variable) seront directement imputés au compte de résultat du fonds. La période de référence des frais variables s'établira du dernier jour ouvré du mois de mars au dernier jour ouvré de mars de l'année suivante.

## Rétrocession de frais de gestion

Néant

## Méthode de comptabilisation des intérêts

Intérêts encaissés

## Affectation des résultats réalisés

- Part A: Capitalisation
- Part B: Capitalisation

## Affectation des plus-values nettes réalisées

- Part A: Capitalisation
- Part B: Capitalisation

**Changement au cours de l'exercice:**

06/08/15: Création de la part A.

## Evolution de l'actif net

	Exercice 31/03/2016	Exercice 31/03/2015
Actif net en début d'exercice	16,651,250.41	16,553,475.28
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'O.P.C.)	4,618,116.00	-
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'O.P.C.)	-4,755,197.56	-43,518.47
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	1,201,132.65	315,295.97
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-3,015,613.06	-3,951,823.67
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	-	-
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-	-
Frais de transaction	-9,482.36	-10,868.65
Différences de change	413,170.46	-104,070.20
Variation de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	2,293,057.81	4,148,798.20
Différence d'estimation exercice N	-557,067.06	-2,850,124.87
Différence d'estimation exercice N-1	2,850,124.87	6,998,923.07
Variation de la différence d'estimation des instruments financiers à terme	-	-
Différence d'estimation exercice N	-	-
Différence d'estimation exercice N-1	-	-
Distribution de l'exercice antérieur sur plus et moins-values nettes	-	-
Distribution de l'exercice antérieur sur résultat	-	-
Résultat net de l'exercice avant compte de régularisation	-95,645.33	-256,038.05
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur plus et moins-values nettes	-	-
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur résultat	-	-
Autres éléments	-	-
<b>Actif net en fin d'exercice</b>	<b>17,300,789.02</b>	<b>16,651,250.41</b>

## Complément d'information 1

	Exercice 31/03/2016
<b>Engagements reçus ou donnés</b>	
Engagements reçus ou donnés (garantie de capital ou autres engagements) (*)	-
<b>Valeur actuelle des instruments financiers inscrits en portefeuille constitutifs de dépôts de garantie</b>	
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	-
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	-
<b>Instruments financiers en portefeuille émis par le prestataire ou les entités de son groupe</b>	
Dépôts	-
Actions	-
Titres de taux	-
OPC	-
Acquisitions et cessions temporaires sur titres	-
Swaps (en nominal)	-
<b>Valeur actuelle des instruments financiers faisant l'objet d'une acquisition temporaire</b>	
Titres acquis à réméré	-
Titres pris en pension	-
Titres empruntés	-

(\*) Pour les OPC garantis, l'information figure dans les règles et méthodes comptables

## Complément d'information 2

	Exercice 31/03/2016	
<b>Emissions et rachats pendant l'exercice comptable</b>	<b>Nombre de titres</b>	
<b>Catégorie de classe A (Devise: EUR)</b>		
Nombre de titres émis	10.00	
Nombre de titres rachetés	-	
<b>Catégorie de classe B (Devise: EUR)</b>		
Nombre de titres émis	9,800.00	
Nombre de titres rachetés	10,118.00	
<b>Commissions de souscription et/ou de rachat</b>	<b>Montant (EUR)</b>	
Commissions de souscription acquises à l'OPC	-	
Commissions de rachat acquises à l'OPC	-	
Commissions de souscription perçues et rétrocedées	-	
Commissions de rachat perçues et rétrocedées	-	
<b>Frais de gestion</b>	<b>Montant (EUR)</b>	<b>% de l'actif net moyen</b>
<b>Catégorie de classe A (Devise: EUR)</b>		
Frais de gestion et de fonctionnement (*)	15.47	2.00
Commissions de surperformance	-	-
Autres frais	-	-
<b>Catégorie de classe B (Devise: EUR)</b>		
Frais de gestion et de fonctionnement (*)	171,787.99	1.15
Commissions de surperformance	15,259.71	-
Autres frais	-	-
<b>Rétrocessions de frais de gestion (toutes parts confondues)</b>	-	-

(\*) Pour les OPC dont la durée d'exercice n'est pas égale à 12 mois, le pourcentage de l'actif net moyen correspond au taux moyen annualisé.

## Ventilation par nature des créances et dettes

	Exercice 31/03/2016
<b>Ventilation par nature des créances</b>	-
Déposit euros	-
Déposit autres devises	-
Collatéraux espèces	-
Valorisation des achats de devises à terme	-
Contrevaleur des ventes à terme	-
Autres débiteurs divers	-
Coupons à recevoir	12,285.22
<b>TOTAL DES CREANCES</b>	<b>12,285.22</b>
<b>Ventilation par nature des dettes</b>	-
Déposit euros	-
Déposit autres devises	-
Collatéraux espèces	-
Provision charges d'emprunts	-
Valorisation des ventes de devises à terme	-
Contrevaleur des achats à terme	-
Frais et charges non encore payés	32,327.96
Autres créditeurs divers	-
Provision pour risque des liquidités de marché	-
<b>TOTAL DES DETTES</b>	<b>32,327.96</b>

## Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument

	Exercice 31/03/2016
<b>Actif</b>	
<b>Obligations et valeurs assimilées</b>	-
Obligations indexées	-
Obligations convertibles	-
Titres participatifs	-
Autres obligations et valeurs assimilées	-
<b>Titres de créances</b>	-
<b>Négociés sur un marché réglementé ou assimilé</b>	-
Bons du Trésor	-
Autres TCN	-
Autres Titres de Créances	-
<b>Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé</b>	-
<b>Passif</b>	
<b>Opérations de cession sur instruments financiers</b>	-
Actions	-
Obligations	-
Autres	-
<b>Hors-bilan</b>	
<b>Opérations de couverture</b>	-
Taux	-
Actions	-
Autres	-
<b>Autres opérations</b>	-
Taux	-
Actions	-
Autres	-

## 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	-	-	-	-
Obligations et valeurs assimilées	-	-	-	-
Titres de créances	-	-	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	1,468,249.26
<b>Passif</b>				
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	-
<b>Hors-bilan</b>				
Instruments financiers à terme	-	-	-	-



## Ventilation par maturité résiduelle des postes d'actif, de passif et de hors-bilan

	[0 - 3 mois]	]3 mois - 1 an]	]1 - 3 ans]	]3 - 5 ans]	> 5 ans
<b>Actif</b>					
Dépôts	-	-	-	-	-
Obligations et valeurs assimilées	-	-	-	-	-
Titres de créances	-	-	-	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-	-
Comptes financiers	1,468,249.26	-	-	-	-
<b>Passif</b>					
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	-	-
<b>Hors-bilan</b>					
Opérations de couverture	-	-	-	-	-
Autres opérations	-	-	-	-	-

## Ventilation par devise de cotation des postes d'actif, de passif et de hors-bilan

	CAD	USD	GBP
<b>Actif</b>			
Dépôts	-	-	-
Actions et valeurs assimilées	10,677,372.52	4,634,597.00	540,612.98
Obligations et valeurs assimilées	-	-	-
Titres de créances	-	-	-
Titres d'OPC	-	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-	-
Autres instruments financiers	-	-	-
Créances	407.07	11,878.15	-
Comptes financiers	-	-	-
<b>Passif</b>			
Opérations de cession sur instruments financiers	-	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-	-
Dettes	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-
<b>Hors-bilan</b>			
Opérations de couverture	-	-	-
Autres opérations	-	-	-

Seules les cinq devises dont le montant le plus représentatif composant l'actif net sont incluses dans ce tableau.

## Affectation des résultats

Catégorie de classe A (Devise: EUR)

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 31/03/2016
<b>Sommes restant à affecter</b>	
Report à nouveau	-
Résultat	-10.82
<b>Total</b>	<b>-10.82</b>
<b>Affectation</b>	
Distribution	-
Report à nouveau de l'exercice	-
Capitalisation	-10.82
<b>Total</b>	<b>-10.82</b>
<b>Information relative aux titres ouvrant droit à distribution</b>	
Nombre de titres	-
Distribution unitaire	-
<b>Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat</b>	
Montant global des crédits d'impôt et avoirs fiscaux	
provenant de l'exercice	-
provenant de l'exercice N-1	-
provenant de l'exercice N-2	-
provenant de l'exercice N-3	-
provenant de l'exercice N-4	-

## Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes aux plus et moins-values nettes

	Exercice 31/03/2016
<b>Sommes restant à affecter</b>	
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	37.32
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-
<b>Total</b>	<b>37.32</b>
<b>Affectation</b>	
Distribution	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-
Capitalisation	37.32
<b>Total</b>	<b>37.32</b>
<b>Information relative aux titres ouvrant droit à distribution</b>	
Nombre de titres	-
Distribution unitaire	-

## Catégorie de classe B (Devise: EUR)

### Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 31/03/2016	Exercice 31/03/2015
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Report à nouveau	-	-
Résultat	-94,411.84	-255,961.45
<b>Total</b>	<b>-94,411.84</b>	<b>-255,961.45</b>
<b>Affectation</b>		
Distribution	-	-
Report à nouveau de l'exercice	-	-
Capitalisation	-94,411.84	-255,961.45
<b>Total</b>	<b>-94,411.84</b>	<b>-255,961.45</b>
<b>Information relative aux titres ouvrant droit à distribution</b>		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-
<b>Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat</b>		
Montant global des crédits d'impôt et avoirs fiscaux		
provenant de l'exercice	-	-
provenant de l'exercice N-1	-	-
provenant de l'exercice N-2	-	-
provenant de l'exercice N-3	-	-
provenant de l'exercice N-4	-	-

**Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes aux plus et moins-values nettes**

	Exercice 31/03/2016	Exercice 31/03/2015
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	-1,385,381.79	-3,750,566.37
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-	-
<b>Total</b>	<b>-1,385,381.79</b>	<b>-3,750,566.37</b>
<b>Affectation</b>		
Distribution	-	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-	-
Capitalisation	-1,385,381.79	-3,750,566.37
<b>Total</b>	<b>-1,385,381.79</b>	<b>-3,750,566.37</b>
<b>Information relative aux titres ouvrant droit à distribution</b>		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-

## Tableau des résultats et autres éléments caractéristiques au cours des cinq derniers exercices

### Catégorie de classe A (Devise: EUR)

	31/03/2016
<b>Valeur liquidative (en EUR)</b>	
Parts C	134.30
<b>Actif net (en k EUR)</b>	1.34
<b>Nombre de titres</b>	
Parts C	10.00

	31/03/2016
<b>Date de mise en paiement</b>	31/03/2016
<b>Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes</b> (y compris les acomptes) (en EUR)	-
<b>Distribution unitaire sur résultat</b> (y compris les acomptes) (en EUR)	-
<b>Crédit d'impôt unitaire (*)</b> personnes physiques (en EUR)	-
<b>Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes</b>	
Parts C	3.73
<b>Capitalisation unitaire sur résultat</b>	
Parts C	-1.08

(\*) Le crédit d'impôt unitaire est déterminé à la date du paiement en application de l'instruction fiscale du 04/03/93 (Ints.4 K-1-93). Les montants théoriques, calculés selon les règles applicables aux personnes physiques, sont ici présentés à titre indicatif. "L'instruction 4 J-2-99 du 08/11/99 précise par ailleurs que les bénéficiaires d'avoir fiscal autres que les personnes physiques calculent sous leur responsabilité le montant des avoirs fiscaux auxquels ils ont droit."

## Catégorie de classe B (Devise: EUR)

	30/03/2012	28/03/2013	31/03/2014	31/03/2015	31/03/2016
<b>Valeur liquidative (en EUR)</b>					
Parts C	1,180.65	892.61	543.94	548.60	575.99
<b>Actif net (en k EUR)</b>	23,255.39	17,690.77	16,553.48	16,651.25	17,299.45
<b>Nombre de titres</b>					
Parts C	19,697.00	19,819.00	30,432.00	30,352.00	30,034.00

Date de mise en paiement	30/03/2012	28/03/2013	31/03/2014	31/03/2015	31/03/2016
<b>Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes</b> (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
<b>Distribution unitaire sur résultat</b> (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
<b>Crédit d'impôt unitaire (*)</b> personnes physiques (en EUR)	-	-	-	-	-
<b>Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes</b>					
Parts C	-	110.10	-321.45	-123.56	-46.12
<b>Capitalisation unitaire sur résultat</b>					
Parts C	-7.19	-3.97	-3.22	-8.43	-3.14

(\*) Le crédit d'impôt unitaire est déterminé à la date du paiement en application de l'instruction fiscale du 04/03/93 (Ints.4 K-1-93). Les montants théoriques, calculés selon les règles applicables aux personnes physiques, sont ici présentés à titre indicatif. "L'instruction 4 J-2-99 du 08/11/99 précise par ailleurs que les bénéficiaires d'avoir fiscal autres que les personnes physiques calculent sous leur responsabilité le montant des avoirs fiscaux auxquels ils ont droit."



## Inventaire des instruments financiers au 31 Mars 2016

Éléments d'actifs et libellé des valeurs	Quantité	Cours	Devise Cotation	Valeur actuelle	% arrondi de l'actif net
<b>Actions et valeurs assimilées</b>				<b>15,852,582.50</b>	<b>91.63</b>
<b>Négoциées sur un marché réglementé ou assimilé</b>				<b>15,852,582.50</b>	<b>91.63</b>
AGNICO EAGLE MINES LTD	35,097.00	46.99	CAD	1,118,903.65	6.47
ALAMOS GOLD INC/NEW- CLASS A	122,425.00	6.88	CAD	571,446.79	3.30
AURICO METALS INC	53,832.00	0.75	CAD	27,391.70	0.16
BARRICK GOLD CORP	60,000.00	13.58	USD	715,019.09	4.13
CLAUDE RESOURCES INC	250,000.00	1.30	CAD	220,495.95	1.27
CONTINENTAL GOLD INC	150,000.00	1.72	CAD	175,039.86	1.01
DETOUR GOLD CORP	95,000.00	20.45	CAD	1,318,056.92	7.63
DOMINION DIAMOND CORP	34,000.00	14.40	CAD	332,168.66	1.92
ELDORADO GOLD CORP	140,000.00	4.08	CAD	387,530.11	2.24
FIRST MAJESTIC SILVER CORP	100,000.00	8.42	CAD	571,254.11	3.30
FRANCO-NEVADA CORP	24,070.00	79.76	CAD	1,302,502.26	7.53
FRESNILLO PLC	45,000.00	9.53	GBP	540,612.98	3.12
GOLDCORP INC	55,000.00	16.23	USD	783,335.53	4.53
KIRKLAND LAKE GOLD INC	55,000.00	8.37	CAD	312,324.03	1.81
MAG SILVER CORP	100,000.00	12.26	CAD	831,778.55	4.81
NEW GOLD INC	120,000.00	4.85	CAD	394,857.36	2.28
NEWMONT MINING CORP	49,000.00	26.58	USD	1,142,924.84	6.61
OSISKO GOLD ROYALTIES LT-W/I	20,000.00	13.87	CAD	188,201.77	1.09
PRIMERO MINING CORP	135,000.00	2.36	CAD	216,153.87	1.25
RANDGOLD RESOURCES LTD-ADR	15,000.00	90.81	USD	1,195,340.27	6.91
RICHMONT MINES INC	60,000.00	7.32	CAD	297,974.83	1.72
ROYAL GOLD INC	11,500.00	51.29	USD	517,603.44	2.99
SEMAFO INC	100,000.00	4.63	CAD	314,121.92	1.82
SILVER STANDARD RESOURCES	60,000.00	7.23	CAD	294,311.20	1.70
SILVER WHEATON CORP	45,000.00	21.55	CAD	657,925.98	3.80
STILLWATER MINING CO	30,000.00	10.65	USD	280,373.83	1.62
TAHOE RESOURCES INC	73,700.00	13.02	CAD	651,022.08	3.76
TOREX GOLD RESOURCES INC	400,000.00	1.82	CAD	493,910.92	2.85
<b>Créances</b>				<b>12,285.22</b>	<b>0.07</b>
<b>Dettes</b>				<b>-32,327.96</b>	<b>-0.19</b>
<b>Dépôts</b>				-	-
<b>Autres comptes financiers</b>				<b>1,468,249.26</b>	<b>8.49</b>
<b>TOTAL ACTIF NET</b>				<b>17,300,789.02</b>	<b>100.00</b>