

# **RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS**

**31 décembre 2016**

## **CHOU EUROPE FUND**

**CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.**

# **RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS**

**31 décembre 2016**

Le présent rapport annuel de la direction sur le rendement du Fonds renferme des faits saillants financiers, mais il ne contient pas les états financiers complets du Fonds. Vous pouvez obtenir un exemplaire des états financiers annuels gratuitement, sur demande, en composant (sans frais) le 1-888-357-5070, en nous écrivant au 110, Sheppard Avenue East, Suite 301, Box 18, Toronto (Ontario) M2N 6Y8 ou en consultant notre site Web, [www.choufunds.com](http://www.choufunds.com), et SEDAR, à [www.sedar.com](http://www.sedar.com).

Les porteurs de parts peuvent également nous contacter de l'une ou l'autre des façons susmentionnées pour demander un exemplaire des politiques et procédures de vote par procuration, du dossier de vote par procuration ou de l'information trimestrielle sur le portefeuille du Fonds.

Le présent rapport peut renfermer des énoncés prospectifs portant sur des événements futurs prévus, des résultats, des circonstances, un rendement ou des attentes qui ne reposent pas sur des faits historiques, mais représentent plutôt nos opinions à l'égard d'événements futurs. En soi, les énoncés prospectifs exigent que nous formulions des hypothèses; ils sont donc soumis aux incertitudes et risques inhérents à ce procédé. Il y a un risque important que les prédictions et autres énoncés prospectifs se révèlent imprécis. Nous avisons les lecteurs de ce rapport de ne pas accorder une confiance indue à nos énoncés prospectifs, puisqu'un certain nombre de facteurs peuvent amener les conditions, résultats, actes ou événements futurs réels à différer de façon importante des cibles, prévisions, estimations ou intentions exprimées ou suggérées par les énoncés prospectifs.

Les résultats réels peuvent être très différents des prévisions de la direction telles que formulées dans les énoncés prospectifs en raison de divers facteurs dont, sans s'y limiter, les conditions économiques générales, l'état du marché, les taux d'intérêt, les changements législatifs et réglementaires, l'effet de la concurrence dans les secteurs géographiques et commerciaux où le Fonds peut investir et les risques décrits de temps à autre dans le prospectus simplifié du Fonds. Nous soulignons que cette liste de facteurs n'est pas exhaustive. Lorsqu'il s'appuie sur des énoncés prospectifs pour prendre des décisions à l'effet d'investir dans le Fonds, tout investisseur devrait examiner soigneusement ces facteurs, tout autant que d'autres incertitudes et événements possibles ainsi que les incertitudes inhérentes aux énoncés prospectifs. Étant donné l'effet éventuel de ces facteurs, le groupe des Fonds Chou ne s'engage d'aucune façon à actualiser ou réviser quelque énoncé prospectif que ce soit à la suite d'information nouvelle, d'événements futurs ou autrement et décline expressément toute intention ou obligation à cet égard, si ce n'est en vertu d'une loi applicable.

Chou Associates Management Inc. (le « Gestionnaire ») gère l'ensemble des affaires du Fonds, y compris la sélection des titres de son portefeuille et la promotion des ventes des parts du Fonds. Aux fins du présent rapport, les expressions « Chou Associates Management Inc. » et « le Gestionnaire » sont interchangeables. Les coordonnées complètes du Gestionnaire figurent à la fin de ce rapport.

# CHOU EUROPE FUND

---

## Analyse du rendement par la direction

### Objectif et stratégies de placement

L'objectif de Chou Europe Fund (le « Fonds ») est d'accroître le capital à long terme en investissant principalement dans des titres de capitaux propres d'entreprises européennes que Chou Associates Management Inc. (le « Gestionnaire ») considère comme sous-évalués. Le Fonds peut également investir dans d'autres types de valeurs mobilières et dans des entreprises situées hors Europe. Les placements du Fonds peuvent inclure des actions ordinaires et privilégiées, des débentures convertibles, des bons de souscription, des obligations d'États et de sociétés ainsi que des titres de créance à court terme.

La stratégie de placement du Fonds respecte des principes stricts à l'égard des prix payés pour acquérir les placements de portefeuille. D'une façon générale, le niveau des placements dans les titres d'une entité donnée est proportionnel à leur cours actuel compte tenu de l'évaluation que fait le Gestionnaire de la valeur intrinsèque de l'entité selon différents facteurs. Cette approche est conçue pour procurer une marge de sécurité supplémentaire qui contribue elle-même à réduire le risque global du portefeuille du Fonds.

### Risque

Les risques associés à un placement dans le Fonds sont mentionnés dans le plus récent prospectus simplifié déposé par le Fonds. Ce prospectus simplifié peut être consulté sur le site Web du Fonds, [www.choufunds.com](http://www.choufunds.com), et sur SEDAR, à [www.sedar.com](http://www.sedar.com).

Aucun changement important n'a affecté le niveau de risque global du Fonds au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2016.

### Résultats d'exploitation

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2016, le rendement du Fonds a chuté de 18,7 % pour les parts de série A et de 18,0 % pour les parts de série F, déduction faite des frais, tandis que le rendement de l'indice global MSCI AC Europe a diminué de 1,8 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement du Fonds a reculé de 16,2 % pour les parts de série A et de 15,5 % pour les parts de série F, tandis que l'indice de rendement global MSCI AC Europe affichait un rendement de 1,0 %.

En 2016, l'économie de la zone euro a fait preuve d'une grande résistance face aux incertitudes géopolitiques et politiques, enregistrant une croissance du PIB de 1,7 % pour l'exercice, en légère baisse par rapport à 1,9 % en 2015. La Banque centrale européenne a maintenu sa politique monétaire ultra-expansionniste et prolongé son programme d'assouplissement quantitatif jusqu'en décembre 2017, mais elle a ramené ses achats d'obligations mensuels à 60 milliards d'euros. L'inquiétude subsiste cependant en raison des problèmes structurels au sein des marchés boursiers de certains pays périphériques, notamment la faiblesse du secteur bancaire en Italie et au Portugal et la crise financière et l'endettement élevé de l'État qui affligent depuis longtemps la Grèce.

Le poids du Brexit a pesé lourdement sur les économies européennes, alors que le prix des actions chutait dramatiquement peu de temps après le vote du 23 juin en Grande-Bretagne pour quitter l'Union européenne, balayant 3 billions de dollars américains des marchés boursiers mondiaux en deux jours. La valeur de la livre sterling a dégringolé à son plus bas niveau depuis 1985, les investisseurs étant préoccupés des conséquences économiques et politiques du Brexit. Les trois principales entreprises de construction du Royaume-Uni ont subi les plus graves conséquences à la Bourse de Londres, suivies par les titres de capitaux propres des banques, conséquence des craintes des investisseurs face à l'éventuel déclenchement d'une crise financière en raison du Brexit. Même si le premier semestre de 2016 a été turbulent, les craintes de retombées économiques négatives se sont estompées au deuxième semestre de 2016. Le marché boursier du Royaume-Uni a repris

## CHOU EUROPE FUND

---

beaucoup de vigueur, en raison principalement de la hausse des prix des marchandises, des mesures de relance annoncées par la Banque d'Angleterre et de la chute abrupte de la livre sterling.

Les titres de GlaxoSmithKline PLC ont contribué au rendement du Fonds en 2016.

Les titres de capitaux propres de Bank of Ireland, de Next PLC, d'Abbey PLC et de Trastor Real Estate Investment ont subi les plus importants reculs. La livre sterling et l'euro se sont dépréciés respectivement de 19 % et de 6 % par rapport au dollar canadien, ce qui a également contribué au rendement négatif du Fonds.

Le Fonds s'est départi de sa participation dans les titres de capitaux propres d'Avanguardco Investments, de Pharmstandard et de BP PLC. Par ailleurs, il a accru considérablement sa participation dans Eurobank Ergasias S.A.

Les rachats nets du Fonds pour l'exercice clos le 31 décembre 2016 se sont élevés à environ 2 571 262 \$ pour les parts de série A et à environ 1 606 171 \$ en ce qui a trait aux parts de série F. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds se situait à 18,7 % de son actif net pour l'exercice clos le 31 décembre 2016.

Le Fonds n'a conclu aucun contrat de change relativement à des livres sterling ou à des euros en 2016.

### **Événements récents**

Mises à part les fluctuations normales des marchés, il n'est survenu aucun événement particulier récent qui soit susceptible d'avoir une incidence indue sur le portefeuille du Fonds lorsqu'on le compare à son indice de référence.

### **Opérations entre parties liées**

Le Gestionnaire gère l'ensemble des affaires du Fonds, y compris la sélection des titres du portefeuille du Fonds et la promotion des ventes des parts du Fonds.

Le Gestionnaire est aussi le fiduciaire du Fonds. Lorsqu'ils effectuent un placement dans le Fonds, les investisseurs reçoivent des parts d'une fiducie. Le Gestionnaire, en qualité de fiduciaire, détient le titre de propriété des biens du Fonds – les liquidités et les titres en portefeuille – pour le compte des investisseurs.

Le Gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs acquièrent des parts du Fonds à l'occasion, dans le cours normal des affaires. Toutes les transactions avec le Gestionnaire sont évaluées à leurs valeurs d'échange.

Au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2016, il n'y a eu aucune opération entre parties liées, si ce n'est dans l'exercice des fonctions et dans les cas susmentionnés.

# CHOU EUROPE FUND

## Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent font état de données financières clés concernant le Fonds et ont pour objet de vous aider à comprendre sa performance financière pour l'exercice clos le 31 décembre 2016 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre, selon le cas.

### Actif net du Fonds par part de série A<sup>1)</sup>

	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Actif net à l'ouverture de la période</b>	<b>11,94 \$</b>	<b>11,70 \$</b>	<b>11,62 \$</b>	<b>8,32 \$</b>	<b>6,76 \$</b>
<b>Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation</b>					
Total des produits	(0,64)\$	0,24 \$	0,24 \$	0,22 \$	0,33 \$
Total des charges	(0,20)\$	(0,27)\$	(0,27)\$	(0,03)\$	(0,05)\$
Gains (pertes) réalisé(e)s de la période	(0,21)\$	(0,33)\$	0,36 \$	0,62 \$	(0,42)\$
Gains (pertes) latent(e)s de la période	(1,32)\$	0,69 \$	(0,46)\$	2,49 \$	1,96 \$
<b>Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation<sup>2)</sup></b>	<b>(2,37)\$</b>	<b>0,33 \$</b>	<b>(0,13)\$</b>	<b>3,30 \$</b>	<b>1,82 \$</b>
<b>Distributions</b>					
Du revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	- \$	0,16 \$	0,14 \$	0,30 \$
Des dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Des gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
<b>Distributions totales<sup>3)</sup></b>	<b>- \$</b>	<b>- \$</b>	<b>0,16 \$</b>	<b>0,14 \$</b>	<b>0,30 \$</b>
<b>Actif net à la clôture de la période</b>	<b>9,70 \$</b>	<b>11,94 \$</b>	<b>11,70 \$</b>	<b>11,62 \$</b>	<b>8,29 \$</b>
<b>Actif net à la clôture de la période en dollars américains</b>	<b>7,22 \$</b>	<b>8,63 \$</b>	<b>10,08 \$</b>	<b>10,93 \$</b>	<b>8,33 \$</b>

### Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Valeur liquidative totale (en milliers)<sup>4)</sup></b>	<b>12 165 \$</b>	<b>17 974 \$</b>	<b>20 919 \$</b>	<b>17 952 \$</b>	<b>7 803 \$</b>
Nombre de parts en circulation	1 253 703	1 505 730	1 785 202	1 544 393	937 889
Ratio des frais de gestion <sup>5)</sup>	1,89 %	1,95 %	1,90 %	0,13 %	0,20 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge <sup>6)</sup>	1,89 %	1,95 %	1,90 %	1,81 %	1,89 %
Ratio des frais d'opérations <sup>7)</sup>	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille <sup>8)</sup>	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %	10,49 %
<b>Valeur liquidative par part</b>	<b>9,70 \$</b>	<b>11,94 \$</b>	<b>11,70 \$</b>	<b>11,62 \$</b>	<b>8,32 \$</b>

# CHOU EUROPE FUND

## Actif net du Fonds par part de série F<sup>1)</sup>

	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Actif net à l'ouverture de la période</b>	<b>12,10 \$</b>	<b>11,79 \$</b>	<b>11,74 \$</b>	<b>8,41 \$</b>	<b>6,83 \$</b>
<b>Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation</b>					
Total des produits	(0,65)\$	0,24 \$	0,23 \$	0,14 \$	0,35 \$
Total des charges	(0,15)\$	(0,20)\$	(0,19)\$	(0,02)\$	(0,05)\$
Gains (pertes) réalisé(e)s de la période	(0,22)\$	(0,34)\$	0,39 \$	0,58 \$	(0,36)\$
Gains (pertes) latent(e)s de la période	(1,73)\$	0,22 \$	(1,26)\$	1,94 \$	1,63 \$
<b>Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation<sup>2)</sup></b>	<b>(2,75)\$</b>	<b>(0,08)\$</b>	<b>(0,83)\$</b>	<b>2,64 \$</b>	<b>1,57 \$</b>
<b>Distributions</b>					
Du revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	- \$	0,12 \$	0,14 \$	0,31 \$
Des dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Des gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
<b>Distributions totales<sup>3)</sup></b>	<b>- \$</b>	<b>- \$</b>	<b>0,12 \$</b>	<b>0,14 \$</b>	<b>0,31 \$</b>
<b>Actif net à la clôture de la période</b>	<b>9,92 \$</b>	<b>12,10 \$</b>	<b>11,79 \$</b>	<b>11,74 \$</b>	<b>8,37 \$</b>
<b>Actif net à la clôture de la période en dollars américains</b>	<b>7,39 \$</b>	<b>8,75 \$</b>	<b>10,16 \$</b>	<b>11,04 \$</b>	<b>8,42 \$</b>

## Ratios et données supplémentaires - Parts de série F

	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Valeur liquidative totale (en milliers)<sup>4)</sup></b>	<b>1 524 \$</b>	<b>3 827 \$</b>	<b>2 370 \$</b>	<b>929 \$</b>	<b>18 \$</b>
Nombre de parts en circulation	153 653	316 204	200 686	79 132	2 180
Ratio des frais de gestion <sup>5)</sup>	1,32 %	1,37 %	1,31 %	0,11 %	0,23 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge <sup>6)</sup>	1,32 %	1,37 %	1,31 %	1,16 %	1,36 %
Ratio des frais d'opérations <sup>7)</sup>	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille <sup>8)</sup>	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %	10,49 %
<b>Valeur liquidative par part</b>	<b>9,92 \$</b>	<b>12,10 \$</b>	<b>11,79 \$</b>	<b>11,74 \$</b>	<b>8,41 \$</b>

<sup>1)</sup> Ces renseignements proviennent des états financiers annuels audités et des états financiers semestriels non audités du Fonds. Aux fins de l'information financière, avant le 1<sup>er</sup> janvier 2013, dans les états financiers dressés selon les PCGR canadiens, la valeur liquidative par part diffère de la valeur liquidative calculée aux fins d'établissement du prix des parts.

<sup>2)</sup> L'actif net et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution provenant de l'exploitation est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de la période.

<sup>3)</sup> Les distributions ont été réinvesties dans des parts additionnelles du Fonds ou payées en espèces sur demande.

<sup>4)</sup> Données à la clôture de la période indiquée, arrondies au millier le plus près.

<sup>5)</sup> Le ratio des frais de gestion (« RFG ») est établi d'après le total des charges de la période indiquée (à l'exclusion des frais de courtage et des autres coûts d'opérations de portefeuille) et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne hebdomadaire au cours de la période. Le Gestionnaire peut, à son gré, prendre à son compte certaines charges d'exploitation ou y renoncer. Le RFG tient compte des charges d'exploitation ayant fait l'objet de renoncations ou de prises en charge par le Gestionnaire tandis que le RFG avant prises en charge fait état du RFG tel qu'il apparaît avant que le Gestionnaire ne procède à quelque prise en charge ou renonciation.

<sup>6)</sup> Le ratio des frais d'opérations représente le total des frais de courtage et des autres coûts de transaction du portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne hebdomadaire au cours de la période.

<sup>7)</sup> Le taux de rotation du portefeuille du Fonds indique dans quelle mesure le conseiller en placements du Fonds gère activement le portefeuille. Un taux de rotation du portefeuille de 100 % signifie que le Fonds achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de l'exercice. Plus le taux de rotation du portefeuille d'un fonds au cours d'un exercice est élevé, plus les frais d'opérations payables par le fonds pendant l'exercice sont élevés et plus il est probable qu'un investisseur réalisera des gains en capital imposables au cours de l'exercice. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.

<sup>8)</sup> L'information relative à l'exercice 2013 et par la suite est conforme aux IFRS. L'information relative aux exercices antérieurs à 2013 est présentée selon les PCGR canadiens.

# CHOU EUROPE FUND

---

## Frais de gestion

Le Gestionnaire gère le Fonds. Il a droit à des honoraires de gestion des placements payables mensuellement et calculés quotidiennement sur la base d'un pourcentage de la valeur de marché de l'actif net égal à 1,5 % par année pour les parts de série A, et à 1,0 % par année pour les parts de série F. Le Gestionnaire paie aux courtiers, à même les honoraires de gestion des parts de série A, des commissions de suivi de 50 points de base par année. Aucune commission de suivi n'est payée à l'égard des parts de série F.

## Rendement passé

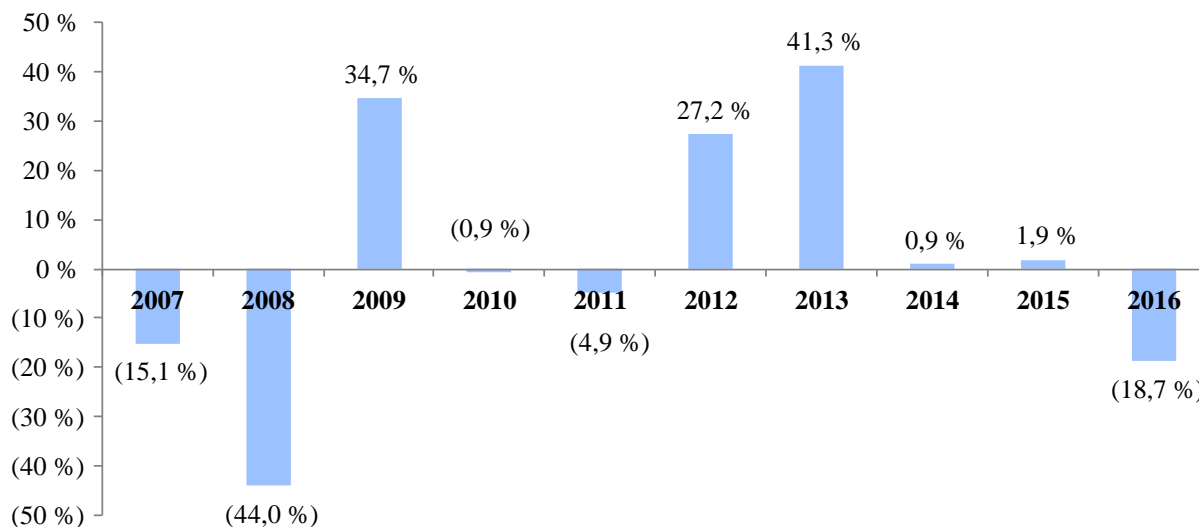
### Généralités

Les histogrammes et tableaux qui suivent font état du rendement passé du Fonds. Les taux de rendement correspondent aux rendements totaux historiques qui comprennent les variations du prix des parts et présument le réinvestissement de toutes les distributions. Ces rendements ne tiennent compte d'aucuns frais de vente ou de rachat, d'aucune autre charge accessoire ou des impôts sur le revenu que les investisseurs dans le Fonds doivent payer et qui pourraient réduire ces rendements. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

### Rendements annuels

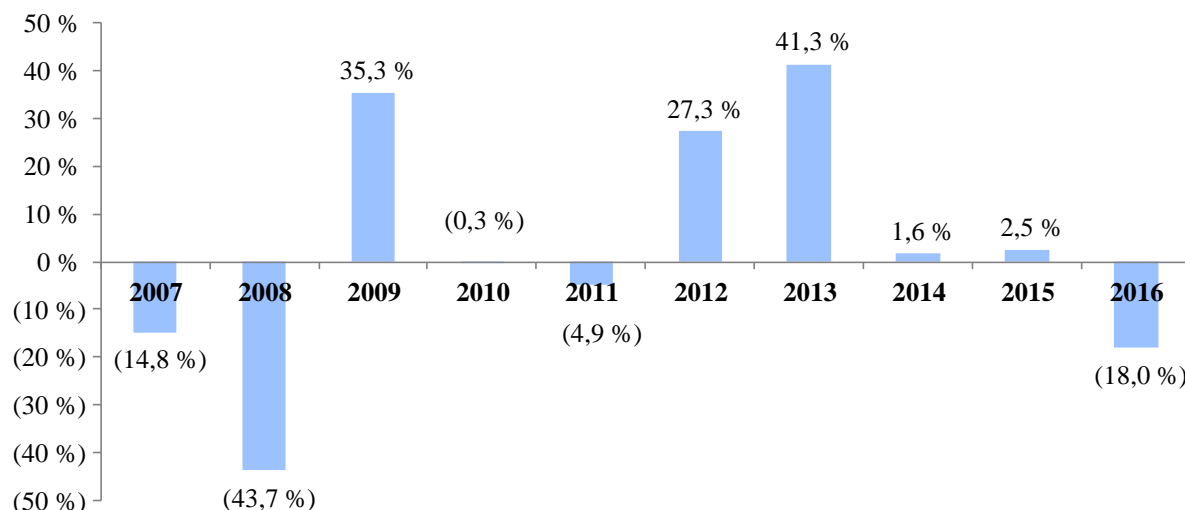
Les histogrammes suivants illustrent le rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Chaque histogramme indique en pourcentage dans quelle mesure un placement effectué le 1<sup>er</sup> janvier se serait accru ou aurait diminué au 31 décembre de chacun des exercices et la variation du rendement d'un exercice à l'autre.

### Série A



# CHOU EUROPE FUND

## Série F



## Rendements composés annuels

Les tableaux suivants<sup>1)</sup> indiquent le rendement composé annuel total des parts de série A et de série F du Fonds. Ils font état du rendement passé du Fonds depuis la création et pour les périodes de un an, de trois ans, de cinq ans et de dix ans closes le 31 décembre 2016. Pour chacune de ces périodes, les tableaux ci-dessous indiquent également le rendement composé annuel total historique ou la variation de l'indice MSCI AC Europe (l'« indice »). Il s'agit d'un indice d'actions pondéré à fluctuation libre. L'indice de référence est calculé sans déduire ni les frais de gestion ni les frais du fonds, alors que le rendement du Fonds est calculé compte tenu de la déduction de ces frais.

### Série A

31 décembre 2016	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années
Chou Europe Fund	-18,71 %	-5,80 %	8,50 %	-0,97 %
MSCI AC Europe (\$ CA)	-1,80 %	5,07 %	12,58 %	2,14 %

### Série F

31 décembre 2016	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années
Chou Europe Fund	-18,05 %	-5,15 %	8,95 %	-0,56 %
MSCI AC Europe (\$ CA)	-1,80 %	5,07 %	12,58 %	2,14 %

<sup>1)</sup> Les tableaux présument le réinvestissement de tous les dividendes.



## CHOU EUROPE FUND

---

### Aperçu du portefeuille

Les tableaux qui suivent résument le contenu du portefeuille du Fonds au 31 décembre 2016.

<b><u>Répartition géographique du portefeuille</u></b>	<b><u>% de l'actif net du Fonds</u></b>
Europe continentale	60,8 %
Royaume-Uni	21,2 %
Équivalents de trésorerie, montant net	18,0 %
<b>Portefeuille total</b>	<b>100,0 %</b>

<b><u>Émetteurs</u></b>	<b><u>% de l'actif net du Fonds</u></b>
<i>(à l'exclusion des équivalents de trésorerie)</i>	
<b>Titres de capitaux propres</b>	
Ryanair Holdings PLC	13,5 %
Next PLC	10,8 %
Bank of Ireland	8,2 %
Sanofi, CAAÉ	7,9 %
Intralot A.E.	7,5 %
AstraZeneca PLC	7,0 %
Trastor Real Estate Investment Company	6,9 %
OTCPharm PJSC	6,8 %
EFG Eurobank Ergasias	5,7 %
Abbey Public Limited Company	4,3 %
GlaxoSmithKline PLC	3,4 %
Trastor Real Estate Investment Company, droits	0,0 %
<b>Placements totaux</b>	<b>82,0 %</b>

L'aperçu du portefeuille du Fonds pourrait varier en fonction des opérations de portefeuille qui y sont effectuées. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 31 mars 2017, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille et sera publiée sur notre site Web, [www.choufunds.com](http://www.choufunds.com), au plus tard le 31 mai 2017.

**Chou Associates Management Inc.**

110, Sheppard Avenue East  
Suite 301, Box 18  
Toronto (Ontario)  
M2N 6Y8

Tél. : 416-214-0675  
Sans frais: 1-888-357-5070  
Télécopieur : 416-214-1733  
Site Web: [www.choufunds.com](http://www.choufunds.com)  
Courriel: [admin@choufunds.com](mailto:admin@choufunds.com)

**Agent chargé de la tenue des registres et dépositaire**

CIBC Mellon  
320, Bay St.  
Toronto (Ontario)  
M5H 4A6

Tél.: 416-643-5540  
Sans frais: 1-866-379-3266  
Télécopieur: 1-855-884-0493

**Auditeurs**

KPMG, LLP  
Bay Adelaide Centre  
333, Bay Street, Suite 4600  
Toronto (Ontario)  
M5H 2S5

**Conseillers juridiques**

Owens Wright LLP  
20, Holly Street, Suite 300  
Toronto (Ontario)  
M4S 3B1