



CREDITMAX EURO FINANCE

Rapport annuel

31 décembre 2015

Société de gestion : FIDEAS CAPITAL
Siège social : 21 avenue de l'Opéra – 75001 Paris

Dépositaire : BNP Paribas Securities Services

Publication des prix d'émissions et de rachats :
tenue à disposition des porteurs de parts chez la société de gestion

CREDITMAX EURO FINANCE

RAPPORT DE GESTION

Orientation des placements.....	3	Affectation des sommes distribuables.....	38
Politiques d'investissement.....	10	Résultats et autres éléments.....	42
		Inventaire.....	45

COMPTES ANNUELS

Bilan Actif.....	20
Bilan Passif.....	21
Hors Bilan.....	22
Compte de résultat.....	24

COMPTES ANNUELS - ANNEXE

Règles et méthodes comptables.....	25
Evolution de l'actif net.....	29
Complément d'information 1.....	30
Complément d'information 2.....	31
Ventilation par nature des créances et dettes.....	33
Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument	34
Ventilation par nature de taux des postes d'actif, de passif et de hors bilan.....	35
Ventilation des postes d'actif, de passif et de hors bilan par maturité résiduelle.....	36
Ventilation des postes d'actif, de passif et de hors bilan par devise de cotation.....	37

IDENTIFICATION

Classification : Obligations et autre titres de créances libellés en euros

OPCVM d'OPCVM : jusqu'à 10% de l'actif du FCP

Objectif de gestion :

L'OPCVM vise à atteindre une performance supérieure à l'indice Bank of America Merrill Lynch EMU Financial Corporate Index, sur la durée de placement recommandée de 3 années, en s'exposant essentiellement sur des titres de créance émis par des banques, des compagnies d'assurances et plus généralement par tout type d'institution financière qui apportent un supplément de rendement par rapport au taux sans risque, en contrepartie d'une prise de risque plus élevée.

Indicateur de référence :

La progression de valeur pourra être comparée à l'indice suivant : indice EMU Financial Corporate Index calculé par Bank of America Merrill Lynch (code Bloomberg : EB00 INDEX).

Cet indice est composé d'obligations libellées en euros émises par des institutions financières (banques et compagnies d'assurance).

Les obligations éligibles sont seniors et subordonnées. Elles doivent avoir une notation investment grade ou jugés équivalents par la société de gestion (supérieur à BBB- chez Standard & Poor's et l'équivalent chez Moody's et Fitch) en moyenne des notations de Moody's, Standard & Poor's et Fitch, une maturité résiduelle de 1 an au minimum et une souche minimale de 250 millions d'euros.

La gestion du FCP n'étant pas indicielle, la performance du FCP pourra s'éloigner sensiblement de l'indicateur de référence, qui n'est qu'un indicateur de comparaison.

Stratégie d'investissement :

1. Les stratégies utilisées

L'objectif de ce fonds est d'être exposé essentiellement aux obligations émises par des banques et des compagnies d'assurance et autres institutions financières, secteur qui présente des caractéristiques spécifiques pour les créanciers. Les obligations pourront être seniors ou subordonnées (telles que des dettes éligibles au Tier 1, Additional Tier 1, Upper Tier 2 ou Lower Tier 2, selon la réglementation bancaire), datées ou perpétuelles.

Le fonds peut mettre en oeuvre :

- des stratégies directionnelles exposant l'OPCVM aux risques de crédit des institutions financières, en effectuant des choix notamment au niveau des zones géographiques, des émetteurs, des catégories de titres et des spreads de crédit ;
- des stratégies de valeur relative entre les types de titres émis par un même émetteur (entre des titres de séniorités différentes ou entre les titres de différentes maturités) ;
- des stratégies de couvertures individuelles ou indicielles du risque de crédit et des opérations de couverture du risque de taux ;
- à titre accessoire et dans des conditions de marché très dégradées, des stratégies de corrélation passant par l'utilisation de dérivés actions indiciels, notamment lorsque les gérants établissent une corrélation entre l'évolution des spreads de crédit et le marché actions.

D'une manière générale la subordination de dette est une technique qui consiste à subordonner le remboursement d'une dette à une ou plusieurs autres. Le principe est que lorsqu'il n'y aura pas suffisamment d'argent pour rembourser toutes les dettes, la dette subordonnée sera payée après les autres dettes. En cas de défaillance, le créancier subordonné peut être remboursé (le cas échéant) après les créanciers ordinaires, mais avant les actionnaires. S'agissant plus particulièrement du secteur financier (banques et compagnies d'assurances principalement), une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement ou le paiement des intérêts éventuels dépend notamment soit du remboursement initial des autres créanciers (créanciers privilégiés, créanciers chirographaires, créanciers ordinaires), soit de conditions de remboursement

définies dans le document d'émission (à titre d'exemple le respect de ratios prudentiels minima peut être l'une de ces conditions).

L'univers d'investissement et d'exposition de l'actif net porte sur :

- les entités financières européennes (en incluant l'ensemble des pays de l'EEE (Espace Economique Européen) et la Suisse;
- les titres souverains dont le risque de crédit estimé par la société de gestion est faible ;
- dans la limite de 20% de l'actif net, sur les titres émis par des entités ou pays hors EEE et Suisse, tout en restant dans la zone OCDE.

Par construction, l'OPCVM est mono-sectoriel (secteur financier : banques et assurances). Toutefois, les obligations émises par des compagnies d'assurance présentent des caractéristiques différentes des titres bancaires, en dépit des liens entre les deux secteurs.

Les titres sont libellés en euros. A titre accessoire et dans la limite de 10% de son actif, l'OPCVM pourra investir en titres libellés dans une autre devise que l'euro. Le risque de change résiduel de l'OPCVM est limité à 5% de l'actif net.

L'OPCVM est investi sur des obligations notées dans la catégorie investissement de Standard & Poor's, Moody's ou Fitch (moyenne de notation des trois agences). Dans la limite de 15% de l'actif net, l'OPCVM peut être exposé à des titres de l'univers « Haut Rendement » (« High Yield ») ou jugés équivalents par la société de gestion (obligations notées de BB+ à D chez Standard & Poor's et /ou de Ba1 à D chez Moody's et leur équivalent chez Fitch), pouvant présenter des caractéristiques spéculatives. La société de gestion mène sa propre analyse crédit dans la sélection des titres à l'acquisition et en cours de vie ainsi que des fonds exposés au taux et au crédit. Elle ne s'appuie pas exclusivement sur les notations fournies par les agences de notation pour évaluer la qualité de crédit de ces actifs, prendre ses décisions à l'achat ou en cas de dégradation de ces titres.

Les marchés réglementés en fonctionnement régulier sur lesquels les titres sont admis à la négociation sont ceux de la zone euro et les bourses de Londres à hauteur de 90% de l'actif au minimum.

La mise en place de ces stratégies s'inscrit dans le respect de la fourchette de sensibilité globale du FCP comprise entre 0 et 10 pour le risque de crédit, 0 à 6 pour le risque de taux.

Fourchette de sensibilité aux taux d'intérêt à l'intérieur de laquelle l'OPCVM est géré	0 à 6
Fourchette de sensibilité aux spreads de crédit	0 à 10
Zone géographique des émetteurs des titres (ou des actifs sous-jacents dans le cas de produits de titrisation ou de tout véhicule ad hoc adossé à d'autres actifs) auxquels l'OPCVM est exposé et fourchettes d'exposition correspondantes	OCDE : 100% EEE et Suisse : 80%
Lieu d'immatriculation des véhicules émetteurs de	<ul style="list-style-type: none"> • Produits de titrisation : néant
produits de titrisation ou de tout véhicule ad hoc adossé à d'autres actifs	<ul style="list-style-type: none"> • Véhicule ad hoc adossés à d'autres actifs : OCDE 100%, EEE et Suisse 80%

2. Les principales catégories d'actifs utilisés

Obligations et titres de créance

L'OPCVM pourra être investi jusqu'à 100% de l'actif en titres suivants :

- Obligations et titres de créance émis par des entités ou entreprises publiques ou privées, ou des pays ou organismes supranationaux.
- Obligations et titres de créance indexés sur l'inflation.
- Obligations et titres de créance à taux fixe, à taux variable, à taux révisable.

Actions

Le FCP pourra investir dans la limite de 10% de son actif dans des actions, émises par des sociétés de l'ensemble des pays de l'OCDE, assorties ou non de droit de vote.

Instruments du marché monétaire

L'OPCVM pourra être investi en instruments du marché monétaires tels que des Titres de créance négociables (certificats de dépôts, Bons du Trésor...).

Parts ou actions d'OPCVM ou fonds d'investissement

L'investissement dans des OPCVM permet au fonds de s'exposer sur des classes d'actifs diverses en profitant de l'expertise d'équipes de gestion spécialisées et de placer la trésorerie par l'intermédiaire d'OPCVM monétaires.

Le fonds peut détenir jusqu'à 10% de son actif en :

- parts ou actions d'OPCVM français ou européens quelle que soit leur classification ;
- FIA répondant aux critères énoncés à l'article R. 214-13 du code monétaire et financier.

Les OPCVM, OPC ou fonds d'investissement concernés investissent eux-mêmes moins de 10% en parts ou actions d'OPCVM, OPC ou fonds d'investissement.

Les OPCVM mentionnés peuvent être gérés par la société de gestion ou des sociétés qui lui sont liées.

Instruments dérivés

L'utilisation des contrats financiers (dérivés), conditionnels ou non, fait partie intégrante du processus d'investissement en raison de leurs avantages en matière de liquidité et/ou de leur rapport coût efficacité.

Nature des marchés d'intervention :

- réglementés
- organisés
- de gré à gré

Risques sur lesquels le gérant désire intervenir :

- crédit
- taux
- change
- action
- autres risques

Nature des interventions et stratégie d'utilisation, l'ensemble des opérations étant limitées à la réalisation de l'objectif de gestion :

- couverture : risque crédit, risque de taux, risque actions
- exposition : risque crédit, risque de taux, risque actions
- arbitrage : risque crédit, risque de taux, risque actions
- autre nature : reconstitution d'une exposition synthétique à un risque de crédit spécifique

Nature des instruments utilisés :

- dérivés de crédit monoémetteurs ou indiciaires : CDS mono sous-jacent ou indices de CDS, options vanilles sur indices (notamment achat de protection sur indice iTraxx-Financial Sub), options sur spreads de crédit

- futures hors dérivés de crédit: sur taux, sur actions/indices boursiers
- options hors dérivés de crédit: de change, de taux, sur actions/indices boursiers
- swaps hors dérivés de crédit: de change, sur actions, sur indices, de taux (swaps de taux, TRS)
- change à terme
- autre nature

Le risque actions égal à la somme de (i) l'investissement actions et de (ii) l'exposition action issue des dérivés actions est limité à 10% de l'actif net.

Le risque global lié aux instruments dérivés n'excède pas la valeur de l'actif.

La somme des expositions nettes résultant :

- de la détention d'obligations d'entités hors obligations souveraines et supranationales, et
- de la conclusion de contrats financiers (dérivés) exposant le FCP au risque de crédit (vente de protection) d'entités hors risque de crédits souverain ou supranational, ne peut excéder 130% de l'actif net de l'OPCVM.

Dépôts

Afin de gérer sa trésorerie, le fonds pourra effectuer des dépôts auprès d'un ou plusieurs établissements de crédit dans la limite de 100% de l'actif net.

Titres intégrant des dérivés

Le fonds pourra avoir recours à des obligations convertibles à hauteur de 20% de l'actif du Fonds.

L'OPCVM pourra utiliser des titres intégrant des dérivés dans la limite d'une fois l'actif. Les dérivés intégrés à ces titres seront des dérivés de même nature que ceux décrit précédemment et pouvant figurer directement à l'actif de l'OPCVM, notamment des dérivés de crédit, options de conversion similaires à celles d'obligations convertibles, certificats et EMTN indexés.

La stratégie d'utilisation de dérivés intégrés est la même que celle décrite pour les dérivés.

Emprunts d'espèces

Dans le cadre de son fonctionnement normal, 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.

Opérations d'acquisition et de cession temporaire de titres

Nature des opérations utilisées :

- prises et mises en pension par référence au code monétaire et financier
- prêts et emprunts de titres par référence au code monétaire et financier
- sell and buy back ; buy and sell back.

Concernant les prêts et emprunts de titres, seuls les prêts de titres sont envisagés, dans la limite de 100% de l'actif net.

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

- gestion de la trésorerie
- optimisation des revenus et de la performance de l'OPCVM
- contribution éventuelle à l'effet de levier de l'OPCVM.

Les prises et mises en pension permettent surtout de gérer la trésorerie et d'optimiser les revenus de l'OPCVM. Les prêts de titres permettent d'optimiser la performance de l'OPCVM par le rendement qu'ils génèrent.

Rémunération : les informations figurent au paragraphe frais et commissions du prospectus.

Risque global

- a. La méthode choisie par la société de gestion pour mesurer le risque global de l'OPCVM est la méthode du calcul du risque global en VaR (VaR absolue).
- b. Le levier s'est établi en moyenne vers 118% de l'actif net (équivalent à une exposition de 118%). Il est essentiellement dû à l'utilisation de CDS comme outil pour s'exposer à un émetteur, ce qui conduit à placer la trésorerie dans des obligations d'Etat, typiquement émises par l'Allemagne, la France ou les Pays-Bas.
- c. Les niveaux de VaR de l'OPCVM atteints au cours de l'exercice comptable sont les suivants :

Niveau maximum : 4,28%

Niveau minimum : 2,52%

Niveau moyen : 3,28%

Le modèle et les paramètres utilisés lors des calculs sont les suivants

- VaR Historique
- Intervalle de confiance : 99%
- Durée d'observation : 20 jours sur 250 jours ouvrés

Profil de risque

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

Le FCP sera ainsi soumis aux risques suivants :

1 - Risque de perte en capital :

Le porteur de part ne bénéficie d'aucune garantie de restitution du capital investi.

2 – Risque de crédit :

En cas de défaillance ou de dégradation de la qualité des émetteurs d'obligations (par exemple la baisse de leur notation), la valeur des titres de créance dans lesquels est investi l'OPCVM est susceptible de baisser ce qui aurait un impact négatif (baisse) sur la valeur liquidative de l'OPCVM.

3 - Risque sectoriel :

En cas de défaillance ou de dégradation générale du secteur bancaire et assurantiel, la valeur des titres de créance dans lesquels est investi l'OPCVM baissera et aura un impact négatif (baisse) sur la valeur liquidative de l'OPCVM. Ce secteur peut également être affecté dans son ensemble par la matérialisation du risque systémique (défaillance d'un Etat ou d'un établissement financier de premier rang) ou de changements réglementaires.

4 – Risque lié à la gestion discrétionnaire :

La gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des marchés de taux et de crédit.

La performance de l'OPCVM dépendra notamment des anticipations de l'évolution des courbes de taux par le gestionnaire et de ses anticipations du risque de crédit des émetteurs.

La gestion étant discrétionnaire, il existe un risque que les choix de la société de gestion ne soient pas les plus performants.

5 - Risque lié à l'investissement dans des titres subordonnés :

Cet OPCVM doit être considéré comme en partie spéculatif et s'adressant plus particulièrement à des investisseurs conscients des risques inhérents aux investissements dans des titres dont le remboursement n'est pas prioritaire comparé à d'autres titres de créance de l'émetteur, en cas d'événement de défaut affectant celui-ci.

En effet, ces titres ont une probabilité de défaut historiquement plus élevée que les titres de dette senior. La valeur liquidative du fonds pourra donc baisser de manière plus importante et rapide si le fonds est exposé de manière importante à des titres subordonnés que s'il est exposé à des titres seniors.

6 – Risque de taux :

Le risque de taux est le risque de dépréciation des instruments de taux (long et/ou court terme) découlant de la variation des taux d'intérêt. A titre d'exemple, le prix d'une obligation à taux fixe tend à baisser en cas de hausse des taux d'intérêt.

L'OPCVM est principalement investi en instruments obligataires ou titres de créances : en cas de hausse des taux d'intérêt, la valeur des actifs investis à taux fixes baissera ainsi que la valeur liquidative de l'OPCVM.

7 – Risque lié à l'engagement des instruments financiers à terme (dérivés) :

L'OPCVM peut avoir recours à des instruments financiers dans la limite d'une fois son actif (risque global).

Le recours aux instruments financiers à terme permettra à l'OPCVM d'exposer jusqu'à 200% de son actif, à tout marché, actif, indice et instrument ou paramètre économique et/ou financier, ce qui peut induire un risque de baisse de la valeur liquidative de l'OPCVM plus significative et rapide que celle des marchés sur lesquels l'OPCVM est investi.

8 – Risque inflation :

L'OPCVM pourra être exposé à des risques liés à l'inflation, c'est-à-dire à la hausse générale des prix.

9 - Risque lié à l'investissement dans des titres à haut rendement (« High Yield ») :

Cet OPCVM doit être considéré comme partiellement spéculatif et s'adressant plus particulièrement à des investisseurs conscients des risques inhérents aux investissements dans des titres dont la notation est basse ou inexistante ou jugés équivalents par la société de gestion.

En effet, ces titres ont un risque de défaut historiquement plus élevée que les titres de la catégorie Investissement (« Investment Grade ») ou jugés équivalents par la société de gestion. La valeur liquidative du fonds pourra donc baisser de manière plus importante et rapide.

Risques accessoires :

10 – Risque actions :

L'OPCVM étant principalement investi en obligations, le risque actions est peu significatif et l'exposition actions reste inférieure à 10% de l'actif net.

Toutefois, il pourra intervenir sur les marchés actions à titre de diversification, notamment dans le cadre de l'utilisation d'obligations convertibles ou lors de la mise en oeuvre de stratégies optionnelles.

Sur ces marchés le cours des actifs peut fluctuer selon les anticipations des investisseurs et entraîner un risque pour la valeur des actions. Le marché actions a historiquement une plus grande variation des prix que celui des obligations (c'est-à-dire une variation des prix significatives à la hausse comme à la baisse).

En cas de baisse du marché action, la valeur liquidative de l'OPCVM peut baisser.

La valeur des obligations convertibles dépend de plusieurs facteurs : niveau des taux d'intérêt, évolution du prix des actions sous-jacentes, évolution du prix des dérivés intégrés. Ces différents éléments peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative de l'OPCVM.

11 – Risque de contrepartie:

Le risque de contrepartie résulte du recours par cet OPCVM à des instruments financiers à terme qui sont négociés de gré à gré, et/ou des opérations d'acquisitions et de cessions temporaires de titres.

Ces opérations exposent potentiellement cet OPCVM à un risque de défaillance de l'une des contreparties, dans la limite de 10% de l'actif net.

12 – Risque de change

L'OPCVM pourra être exposé au risque de change du fait de son exposition à des titres et contrats financiers non libellés en euro, dans la limite de 5% de l'actif net. Le Fonds pourra notamment, mais non limitativement, être exposé aux devises suivantes : le dollar américain (USD), la livre sterling (GBP), le franc suisse (CHF), la couronne suédoise (SEK), la couronne norvégienne (NOK). En cas d'appréciation de l'euro contre les autres devises auxquelles l'OPCVM est exposé, la valeur liquidative de l'OPCVM peut baisser.

Durée d'investissement minimale recommandée : 3 ans.

COMMISSAIRE AUX COMPTES

KPMG AUDIT

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

Politique de gestion

Introduction

En 2015, le marché des obligations émises par les institutions financières européennes a été relativement atone, tant pour les obligations senior que subordonnées. La performance a été positive mais de faible ampleur et avec une volatilité modérée en raison de l'absence de problèmes financiers significatifs dans une grande institution.

CreditMax Euro Finance a généré une performance nette de frais de gestion de +1,65% contre +0,75% pour son indicateur de référence¹, l'indice BofA Merrill Lynch Euro Financial Index (EB00), qui regroupe les obligations libellées en euros émises par les institutions financières et notées dans la catégorie *investment grade*.

Signalons par ailleurs que la société de gestion du fonds a évolué, l'équipe de gestion restant la même. En effet, Rivage Investment a été scindée en deux entités et a vu la création de Rivage Gestion qui a repris les activités de gestion crédit de Rivage Investment dont Rivage Europe Finance. Dans un second temps, Rivage Gestion a fusionné avec Fideas Capital, la fusion étant effective en date du 31 décembre 2015. Suite à cette fusion, le fonds change de nom et devient CreditMax Euro Finance.

1. Scénario économique

A l'instar des années passées, la performance des actifs financiers en 2015 a été marquée avant tout, dans des économies convalescentes qui peinent à retrouver le chemin d'une croissance saine après la crise financière de 2008 et son avatar de crise des dettes souveraines, par l'action des banques centrales et l'impact des crises politiques et géopolitiques davantage que par le cycle économique. Dans cette perspective, nous commençons par résumer les principales évolutions de politique monétaire et les événements politiques avant de revenir au scénario économique à proprement parler.

Evolution des marchés en 2015

Le premier thème majeur de 2015 a été les divergences des politiques monétaires des banques centrales entre d'un côté la FED, dont les marchés anticipaient en début d'exercice une première hausse des taux directeurs, et de l'autre côté, des attentes progressivement de plus en plus importantes d'assouplissement de la politique monétaire par la BCE et de la Banque du Japon. Après avoir effectivement arrêté ses achats d'actifs financiers en octobre 2014, la FED a procédé à sa première hausse de taux depuis 2006 en décembre 2015. Cette décision s'est fait attendre pendant de nombreux mois et a contribué à un contexte de marché incertain. Les futures hausses de taux de la FED dépendront de l'évolution des évolutions macro-économiques en 2016, notamment du marché du travail aux Etats-Unis. La BCE, quant à elle, a annoncé et mis en place un programme de rachat d'obligations début 2015, en ligne avec les attentes des investisseurs. En revanche, en deuxième partie d'année, elle a fait naître de nouvelles attentes tellement élevées que l'accentuation du QE annoncée en décembre dernier a déçu les marchés. La Banque du Japon, quant à elle, n'a pas significativement modifié son programme de rachat d'actifs financiers, malgré une croissance économique et une inflation décevante au Japon.

Dans ce contexte de divergences des politiques monétaires, le dollar s'est logiquement fortement apprécié en début d'année, passant de 1,20 à 1,05 contre euro mi-mars. Il s'est ensuite stabilisé dans une fourchette 1,06-1,15 le reste de l'année. Sur 2015, il a ainsi poursuivi son appréciation de 2014 par rapport à l'euro en gagnant +11,4% (après +14% en 2014)². Du côté des taux, le QE de la BCE a provoqué dans un premier temps des achats massifs d'obligations, le 10 ans allemand atteignant un plancher historique à 0,08%, avant de remonter brutalement en avril vers 1%, montrant deux trimestres de

¹ Performance de la part i. « La performance passée ne préjuge pas des résultats futurs de l'OPCVM ».

² Source : Bloomberg du 31/12/2014 au 31/12/2015

volatilité intense conduisant de proche en proche à des turbulences sur l'ensemble des marchés. Le 10 ans allemand s'est ensuite stabilisé en seconde partie d'année puis s'est replié graduellement. Au total, après un fort resserrement en 2014 et début 2015, le taux 10 ans allemand s'est légèrement écarté, pour revenir à +0,63%, un niveau toujours bas mais paradoxalement en hausse sur l'année, en sympathie avec le taux 10 ans américain qui est remonté de 2,17% à 2,27%³.

Le deuxième thème qui a traversé 2014 a été, une fois n'est pas coutume !, une crise d'un Etat en Europe, la Grèce. Les péripéties ont débuté début 2015 suite à l'élection du parti Syriza qui a tenté de conduire des négociations dures avec les institutions européennes. Après plusieurs mois sans résultat, chacune des parties a tenté des coups de force qui n'ont pas permis d'aboutir à un accord, jusqu'à ce que la Grèce, au bord du gouffre financier et après avoir annoncé la fermeture de ses banques, ne cède aux exigences de ses créanciers européens et internationaux en juillet. Les tensions grecques ont provoqué une forte remontée de la volatilité, le VDAX atteignant par exemple 27% début juillet. Les inquiétudes politiques en Europe ont été moindres, jusqu'en décembre où elles ont été relancées par la montée du Front National aux élections régionales françaises et par l'absence de majorité à l'issue des élections législatives espagnoles. Toujours en Espagne, s'est également ajoutée la poussée des partis indépendantistes en Catalogne qui ont obtenu la majorité en sièges (mais pas en voix) aux élections locales.

Le troisième thème essentiel a été la forte montée des inquiétudes sur la Chine, qui se sont matérialisées en août suite à une première dévaluation, de faible ampleur, de la devise. Ce mouvement, auquel les marchés n'étaient pas préparés, a engendré une vague de ventes indistinctes aussi bien sur les actions que sur les obligations d'entreprises, des pays émergents comme des pays développés qui ne sont pourtant pas, d'après nos analyses, si exposés que cela au ralentissement de la croissance chinoise, hormis peut-être le Japon. S'en est suivie une batterie de commentaires sur la croissance chinoise et sa composition avec une industrie traditionnelle qui ralentit alors que les services poursuivent leur belle croissance. Le ralentissement industriel n'est pourtant pas anodin, car il interroge sur la demande future des matières premières et sur les capacités des entreprises relativement endettées à rembourser leurs créances aux marchés et aux banques locales qui ont massivement pris le relais du financement privé interne.

En liaison avec la Chine, insistons, en quatrième thème, sur le plongeon des cours du pétrole ainsi que des cours d'autres matières premières. Le WTI a ainsi baissé de 39% en 2015 !⁴ Dans un marché fragilisé par une offre abondante et une dynamique de la demande moins importante qu'anticipée (même si la Chine consomme de plus en plus de pétrole en absolu : +6,6% en 2015 avec des importations qui ont augmenté de +9,4%), les réunions de l'OPEP où l'Arabie Saoudite paraît paradoxalement plus attachée à sa part de marché qu'au prix de vente, dont la dernière en décembre sans accord sur la moindre baisse de production, ont fait pression à la baisse sur les prix. Cette baisse quasi-volontaire des cours a d'abord été prise en bonne part pour les économies qu'elle génère et le pouvoir d'achat qu'elle libère. Elle est maintenant devenue d'une part génératrice d'inquiétudes sur le secteur pétrolier et parapétrolier qui tente de s'adapter à ce nouvel environnement, et d'autre part elle est considérée comme le marqueur de la croissance mondiale. Plus le prix du pétrole baisse, plus les marchés baissent. Ce raisonnement ne tient toutefois pas compte qu'une telle baisse n'est pas uniquement négative pour la croissance économique mondiale, puisqu'elle redonne du pouvoir d'achat aux consommateurs américains, européens et japonais. A ce jour, la brutalité de la baisse est avant tout négative pour les marchés. Les tensions sur la Chine, le pétrole, mettent les projecteurs sur d'autres pays émergents qui connaissent des difficultés économiques, financières et politiques, notamment le Brésil dont la devise, les marchés actions et dettes sont attaqués fortement tout au long de l'année. La Russie avait déjà été vécu une crise sur les marchés en 2014, en raison également des sanctions consécutives à sa position sur l'Ukraine. Par conséquent, elle connaît un rebond relatif en 2015, même si les sanctions sont toujours en vigueur. L'évolution du prix du pétrole et des pays producteurs sera sans aucun doute un élément majeur à suivre pour 2016.

Sur le plan micro-économique, 2015 a été l'année des divergences sectorielles et pays. Citons par exemple la bonne tenue du secteur financier européen, qui continue à se renforcer fondamentalement (solvabilité, équilibre des sources de financement), tandis que le secteur est de plus en plus régulé par la BCE. Les exigences de solvabilité de plus en plus élevées de cette dernière sont un élément très porteur pour les titres de CreditMax Euro Finance. Ou encore le secteur des télécoms qui reprend des couleurs et poursuit sa consolidation en Europe. A l'opposé les secteurs de l'énergie et des compagnies minières, confrontés à un effondrement de leurs résultats, ont lancé d'importants programmes de réduction de coûts, ont arrêté au maximum leurs investissements et, pour certains, ont lancé des augmentations de capital.

Sur le front des défauts, les taux de défaut dans le high yield en 2015 sont restés bas sur des niveaux proches de 0,7% en Europe et de 3,4% aux Etats-Unis d'après l'agence Fitch. Plusieurs événements ont marqué l'année toutefois. En Europe, la mise en redressement judiciaire d'Abengoa, champion des énergies renouvelables, a marqué le retour des inquiétudes sur une remontée du cycle de défaut à venir. Par ailleurs, fin décembre, la Banque du Portugal a utilisé la loi sur les résolutions bancaires pour « re-transférer » 5 obligations seniors, choisies parmi d'autres, de Novo Banco (l'entité saine créé en 2014

³ Source : Bloomberg du 31/12/2014 au 31/12/2015

⁴ Source : Bloomberg du 31/12/2014 au 31/12/2015

pour reprendre les actifs sains de BES) vers la « bad-bank » de Banco Espírito Santo (BES), diminuant ainsi de près de 2 mds€ les passifs de Novo Banco et, par conséquent, la recapitalisant d'autant. Les prix desdites obligations ont baissé de 80% dans la journée ! Cette recapitalisation a été présentée comme une réponse au déficit de fonds propres de Novo Banco par rapport aux nouvelles demandes de la BCE et comme le préalable facilitant la vente de la banque par l'Etat. Elle laisse toutefois un arrière-goût d'arbitraire aux investisseurs.

Les performances des différents actifs financiers sont différenciées en 2015⁵ et dépendent largement de la devise de l'investisseur.

Pour un investisseur en euros, 2015 a été globalement positive, portée par la performance des actions et du dollar qui s'est apprécié de 11% par rapport à l'euro. Le Stoxx 600 a progressé de 10,3% et le S&P 500 de +10,6% en euros. Ces hausses cachent toutefois de fortes divergences sectorielles, la performance actions des banques européennes étant par exemple de -1,6% dividendes réinvestis⁶, celle des compagnies minières étant extrêmement négative. Rappelons également que l'essentiel de ces retours positifs a été réalisé au premier trimestre 2015, avant que la volatilité ne remonte en raison des tensions sur les taux d'Etat européens (avril-mai), puis des inquiétudes sur la Grèce (juin-juillet) et enfin sur la Chine (à partir d'août).

Pour un investisseur en dollars en revanche, l'année a été médiocre. Le S&P 500 ne progresse que de 1%, le Stoxx 600 donnant une performance négative de - 1% en US\$ en raison de la dépréciation de l'euro.

Les actifs obligataires quant à eux ont généré des retours faibles voire négatifs, tant pour les obligations d'Etat américaines (légères tensions dans la perspective de la hausse des taux de la FED finalement annoncée en décembre), que pour les obligations émises par des entreprises *investment grade* ou *high yield* européennes. Aux Etats-Unis le haut rendement, très exposé au secteur de l'énergie, a généré une perte de 5%.

Pour finir, les actifs des pays émergents et les matières premières ont globalement fini 2015 dans le rouge : les actions des pays émergents ressortent à -15% en US\$, les obligations perdent près de 12% en US\$, le pétrole baissant de 30 à 40% selon les contrats.

Croissance et inflation⁷

En 2015, la croissance économique mondiale s'est légèrement repliée dans un environnement divergent entre d'un côté des pays développés qui voient une amélioration économique et de l'autre un nouveau ralentissement dans les pays émergents.

La croissance s'est maintenue aux Etats-Unis (malgré une fin d'année handicapée par un déstockage qui réduit le chiffre officiel) et a accéléré dans la zone euro de 0,9% à 1,5% (notamment grâce à la France qui accélère et à l'Italie qui sort de récession après avoir accumulé un retard très significatif depuis la crise de 2008) et au Japon de -0,1% à +0,7%.

Les pays émergents ont vu une décélération significative de leur croissance, la Chine passant de 7,3% un niveau proche de 6,9%, alors que l'Amérique Latine, plombée par le Brésil, a connu une récession après une modeste croissance en 2014.

⁵ Sources : Deutsche Bank, Early Morning Reid, janvier 2016

⁶ Performance de l'indice Eurostoxx Bank ; source Bloomberg

⁷ Données provisoires pour 2015 de croissance et d'inflation fournies par Bloomberg le 4 janvier 2016

Croissance (en %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Pays développés	2,6	1,5	1,2	1,0	1,7	1,8	1,7	1,9
Etats-Unis	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,3	1,8	2,1
Japon	4,7	-0,4	1,7	1,4	-0,1	0,7	1,0	0,6
Zone euro	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,7	1,8
Royaume-Uni	1,5	2,0	1,2	2,2	2,9	2,2	2,1	2,0
Pays émergents	8,0	6,2	4,8	5,0	4,5	3,6	3,7	4,3
Chine	10,6	9,0	7,7	7,7	7,3	6,9	6,6	6,4
Inde	8,9	6,7	5,1	6,9	7,3	7,4	7,2	7,0
Brésil	7,5	3,9	1,9	3,0	0,1	-3,8	-3,7	0,5
Mexique	5,1	4,0	4,0	1,3	2,3	2,5	2,8	2,9
Russie	4,5	4,3	3,5	1,3	0,7	-3,8	-0,5	1,8
Turquie	9,2	8,8	2,1	4,2	2,9	3,9	3,3	3,5
Global	4,4	3,1	2,5	2,5	2,8	2,5	2,5	2,8

Source : JP Morgan, 20 janvier 2016, estimations à compter de 2015, année pour laquelle les chiffres ne sont pas encore définitifs

L'inflation est restée contenue aussi bien dans les pays émergents que dans les pays développés. L'inflation globale, qui a baissé de 3,5% à 3,3%⁸, a été impactée négativement par la baisse des prix du pétrole. Elle a été particulièrement faible aux Etats-Unis (+0,1% seulement) et dans les autres pays développés. Les dévaluations des devises de nombreux pays émergents, notamment en Amérique Latine, ont toutefois conduit à des hausses des niveaux d'inflation. Ces niveaux particulièrement bas permettent aux grandes banques centrales de conserver une politique monétaire très accommodante. En revanche, une remontée des tensions salariales, notamment aux Etats-Unis, serait susceptible de conduire la FED à remonter ses taux plus rapidement que prévu. La dynamique d'inflation reste très modérée en Europe en dépit de l'action de la BCE.

Inflation Core* (en %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Etats-Unis	1,0	1,7	2,1	1,8	1,7	1,8	2,1	2,5
Zone euro	1,0	1,7	1,8	1,3	-0,6	0,8	1,0	1,2

Source : JP Morgan, 20 janvier 2016, estimations à compter de 2015, année pour laquelle les chiffres ne sont pas encore définitifs. *hors alimentation et énergie

Scénario pour 2016

2016 débute sous le signe des incertitudes et des paradoxes :

Si l'on s'en tient au consensus des économistes, la croissance économique mondiale resterait sur un rythme correct, soutenu notamment par les pays développés. En dépit d'une baisse de la croissance en Chine et d'une récession au Brésil, la croissance des pays émergents se redresserait notamment en seconde partie d'année. L'inflation quant à elle resterait sur les niveaux actuels en moyenne. En outre, l'aboutissement des négociations entre Rome et Bruxelles sur les véhicules permettant aux banques italiennes de céder leurs créances douteuses sont des points très positifs pour le secteur bancaire européen. Au total, les crédits financiers dans leur globalité sont relativement peu exposés aux grands risques du moment et devraient être à même de bien résister aux chocs potentiels, notamment au secteur de l'énergie et ce même si nombre d'institutions européennes comme HSBC, Standard Chartered, Santander ou BBVA sont significativement exposées aux pays émergents.

⁸ Bloomberg, 4 janvier 2016

D'un autre côté, les performances des marchés, très négatives avec une forte remontée de la volatilité, apparaissent comme opposées aux fondamentaux macro-économiques. Un risque sérieux réside dans la liquidité susceptible de s'évanouir sur les titres subordonnés. Le mois de janvier 2016 est de ce point de vue une piqûre de rappel sur ce risque, après une année 2015 où les subordonnées financières s'étaient très bien tenues de ce point de vue.

Notre scénario central 2016 vise à articuler ces apparentes contradictions en pondérant la dynamique économique fondamentale, les actions des banques centrales, les dynamiques de flux financiers et les valorisations des actifs. Nous mentionnons les risques au fur et à mesure de notre analyse.

Les fondamentaux économiques :

Dans les pays développés, la croissance paraît bien orientée, portée par la poursuite de conditions monétaires attractives (Europe, Japon) et un soutien de la politique budgétaire (Etats-Unis, Europe). Quelques bémols toutefois :

Aux Etats-Unis, nous restons attentifs au marché du travail qui est de plus en plus tendu et qui pourrait voir naître des tensions salariales susceptibles de contribuer aussi bien à une accélération de la croissance qu'à des pressions inflationnistes pesant sur les marges des entreprises.

En Europe où la zone euro montre une certaine lenteur dans son accélération tant attendue, tandis que la croissance économique au Royaume-Uni repose sur des fondements fragiles (déficit budgétaire, bulle immobilière et politique monétaire extrêmement accommodante).

Des risques politiques pourraient surgir en Espagne (Catalogne), en Italie (référendum constitutionnel prévu en fin d'année), en France avec l'approche des élections présidentielles françaises, prévues pour 2017, en Angleterre (Brexit) et même aux Etats-Unis (élections présidentielles).

Enfin, la situation économique japonaise reste très fragile, avec une croissance anémique, une déflation chronique, un endettement public abyssal, une population déclinante et une forte exposition à la Chine.

Dans les pays émergents, la croissance devrait se redresser surtout en seconde partie d'année :

La Chine continuerait en 2016, et pour plusieurs années encore, sa transition économique vers une croissance davantage interne, la consommation des ménages et les services prenant le relais de l'industrie, qui ne représente plus l'essentiel du PIB chinois. Cette transition passe notamment par une certaine libéralisation des marchés et du change, une évolution de la gouvernance publique et privée, une amélioration de la communication des décisions aux marchés, une rationalisation de son économie, difficile en raison notamment d'un niveau d'endettement privé élevé. Le marché attend notamment la fermeture des surcapacités dans un grand nombre de secteurs industriels dont le ciment et l'acier. De telles fermetures seraient très positives pour les leaders mondiaux de ces secteurs.

Nous attendons également une bonne dynamique de l'Inde, une sortie de récession de la Russie, et en revanche une situation toujours difficile au Brésil (crise politique et économique profonde).

Les banques centrales :

La thématique de la divergence entre banques centrales des pays développés continue à prévaloir. La BCE devrait rester accommodante sur l'ensemble de 2016 mais, comme on l'a vu en 2015, ce n'est pas une garantie de performance. C'est toutefois un filet de sécurité des risques Etat. La crise grecque de 2015 n'a ainsi que très peu impacté les pays de la périphérie, y compris ceux avec des difficultés politiques internes. Ce calme sur les spreads d'Etat est clef étant donné les niveaux d'endettements publics en Europe, et permet également celui des spreads bancaires. Cela devrait permettre une relance de l'offre de crédit. La FED, quant à elle, devrait poursuivre la remontée de ses taux à un rythme modéré qui sera fonction entre autres des tensions sur le marché du travail américain. En Angleterre, la BOE a signalé qu'elle pourrait remonter ses taux en 2016. Nous restons également attentifs au Japon et aux futures actions de la Banque du Japon.

Dans les pays émergents, les autorités chinoises devraient assouplir leur politique monétaire tout en luttant contre la spéculation locale et en évitant un dérapage de leur devise. Le développement de la spéculation à la baisse du yuan (sortie massive de capitaux) est un risque à suivre.

Plus généralement, après des années de présence continue sur les marchés financiers, la question porte sur l'efficacité des actions marginales des banques centrales et leur capacité à lutter contre les prochaines crises aussi bien économiques que financières.

Les matières premières, les flux financiers et les valorisations :

Depuis quelques mois, les marchés montrent une extrême sensibilité aux prix du pétrole. Nous pensons qu'après une chute de début d'année, ils devraient se stabiliser dans les premiers mois de 2016 avant de se redresser en seconde partie d'année, à la faveur d'un rééquilibrage progressif offre-demande. L'offre provenant des pétroles de schiste aux Etats-Unis devrait baisser significativement et compenser le retour de l'Iran sur le marché, alors que la demande devrait croître. Les difficultés budgétaires des pays de l'OPEP sont également susceptibles de conduire à des baisses de production si les prix sont trop déprimés. Nous mentionnons au passage les risques géopolitiques au Moyen-Orient (tensions Arabie Saoudite – Iran, alors que cette dernière vient de revenir sur la scène internationale) qui sont inquiétants en tant que tels, et pourraient conduire à une forte hausse des cours du brut.

La sensibilité des marchés à l'évolution des cours du pétrole peut être liée aux évolutions massives des flux financiers des pays producteurs. Schématiquement, la situation de prix déprimés conduit à une baisse de l'épargne de ces pays. D'une situation de pays investisseurs sur les marchés, ils deviennent des pays qui vendent leurs ressources financières, via par exemple leurs fonds souverains, ce qui représente une pression vendeuse significative sur les marchés financiers. Les nouveaux acheteurs ne peuvent venir que d'une hausse des flux d'épargne des autres pays, ou d'un réinvestissement des investisseurs actuels sur des actifs risqués. Cela suppose entre autres une augmentation du rendement potentiel des actifs financiers. Pour les actions cela passe par l'amélioration des profits ou par la baisse des multiples, et c'est ce qui est en train de se passer. Pour le crédit, cela passe par un écartement des spreads, qui est forte notamment sur les secteurs comme l'énergie, les compagnies minières, l'automobile et la grande distribution. Ces hausses de spreads pourraient susciter un nouvel appétit pour la classe d'actifs.

La baisse des marchés se réalise dans des marchés volatiles pour les actions et avec une liquidité médiocre sur les obligations d'entreprises, ce qui accentue les baisses. Les inquiétudes sur la liquidité et la capacité du marché à absorber les rachats des investisseurs constituent un risque à part entière et appellent là encore à une prime de risque supplémentaire.

Au total, la correction de ce début d'année peut donc être analysée selon nous comme une hausse des primes de risque qui doit être suffisante pour motiver les investisseurs à revenir sur les marchés à la faveur de perspectives de performance attractives, et ce sur l'ensemble des actifs risqués, actions comme obligations à haut rendement.

Les taux de défaut :

Dans un tel contexte, nous pensons que les taux de défaut pour les crédits high yield devraient légèrement augmenter tout en restant bas en 2016, à un niveau inférieur à la moyenne de long terme. Les entreprises liées au secteur énergétique et des matières premières sont susceptibles de participer à cette hausse des taux de défaut, tout comme celles qui sont positionnées sur des produits ou secteurs peu diversifiés ou dont les *business models* fragiles. Toutefois, considérant leur situation bilanciale et de trésorerie, nous pensons que ces défauts en Europe se matérialiseront davantage dans les années qui suivent et uniquement si les prix du pétrole et des matières premières demeurent durablement sur des niveaux aussi faibles.

2. Politique de gestion de l'OPCVM

La stratégie poursuivie sur l'année a consisté à s'exposer de manière dynamique aux crédits financiers solides, tout en maintenant une liquidité appropriée du portefeuille.

Les investissements réalisés se sont notamment inscrits dans les thématiques suivantes :

La stratégie poursuivie sur l'année a consisté à continuer à s'exposer de manière privilégiée sur les émetteurs solides, grandes institutions bancaires et compagnies d'assurance.

Le portefeuille a été bien investi en titres perpétuels sur ces institutions, typiquement à hauteur de 25-30% sur l'année, maintenant une durée de crédit supérieure à 6.

En revanche, la durée des taux a été gérée activement, typiquement dans des bornes de 2 à 4, à l'aide de contrats futurs taux.

Enfin, nous avons fortement exploité le marché des CDS, aussi bien du côté indiciel (iTraxx Financial Senior et Sub) afin de gérer l'exposition crédit et le bêta du portefeuille, que des CDS mono-émetteurs permettant de s'exposer au risque d'un émetteur dans prendre de risque de taux, ou de mettre en place des positions asymétriques via des positions en courbe (par exemple long risque sur du 5 ans et protection sur du 3 ans) afin de se prémunir des risques pays ou d'accidents financiers sur des établissements plus fragiles.

Chronologie des principales décisions d'investissement de l'année 2015.

Janvier : comme souvent, les marchés sont optimistes en janvier, encore davantage cette année en raison du « Quantitative Easing » comprenant des achats de dettes d'Etat enfin annoncé par la BCE. Les baisses de l'euro et du pétrole devraient conduire à une croissance économique européenne un peu plus robuste que prévu en 2015. L'élection d'un nouveau gouvernement grec issu de la gauche radicale ne modère guère cet optimisme. En Europe, les taux et les spreads baissent et les actions montent. Le marché des subordonnées financières est perturbé par les craintes autour de Raiffeisen Bank et leur impact sur le système financier autrichien. Le fonds surperforme en raison des subordonnées bancaires LT2. La performance est pénalisée par son exposition en Uniqa. Nous investissons en Rabobank, Erste Bank senior, KBC, La Mondiale et Barclays et cédon Intesa, Uniqa et Vienna Insurance.

Février : encore plus qu'en janvier, les marchés sont portés par l'annonce du « Quantitative Easing » par la BCE. Ils sont à peine troublés par les négociations sur la dette grecque et la crise en Ukraine. En Europe, les taux d'intérêts baissent fortement, les spreads se resserrent sur quasiment toutes les catégories d'actifs, à commencer par les obligations à haut rendement et les obligations subordonnées émises par les institutions financières. Les actions bondissent. Sur le mois, le fonds surperforme son indice en raison de son exposition aux subordonnées bancaires (AT1 et LT2) et d'assurance, notamment en ING Group, Groupama, Unicredit, Generali, Allianz et La Mondiale. Nous investissons sur CNP Assurance. Nous allégeons Santander et Groupama.

Mars : l'effet «QE» sur les marchés se prolonge, tout en s'atténuant. Les taux continuent de baisser en Europe, en revanche les spreads s'élargissent légèrement. Les actions montent et l'Euro poursuit sa baisse contre les autres devises. D'autres banques centrales procèdent aussi à des assouplissements de leur politique monétaire. L'optimisme est également soutenu par un début de reprise économique en Europe. Le fonds surperforme son indice notamment grâce à ses expositions en AT1. En termes de noms, Barclays, Rabobank et Banco Popular contribuent de manière significative à la performance. Nous investissons sur des LT2 de BNP Paribas, Credit Agricole et KBC. Nous vendons La Mondiale et allégeons Groupama et Santander.

Avril : avril est le premier mois difficile pour les marchés financiers. La reprise économique en Europe et les premiers effets du QE de la BCE sont compensés par une faible croissance économique aux Etats-Unis au T1 et la confirmation d'un ralentissement plus fort qu'attendue de la croissance économique en Chine. L'incertitude sur une éventuelle remontée des taux de la Fed pèse également. Les taux remontent, les spread sont stables et les actions baissent. Les spreads des financières se sont élargis, notamment ceux des obligations subordonnées. Le fonds surperforme son indice grâce HSBC, Banco Popular, Credit Agricole et malgré Intesa, Allianz et Natixis. Nous réduisons notre exposition sur les T1 d'assureurs et sur les banques anglaises (risque élections) et renforçons notre exposition en CDS, faisant ainsi baisser la duration taux.

Mai : dans un contexte de liquidité médiocre, Mai est agité en raison de la perspective d'une hausse des taux de la Fed, des incertitudes sur la Grèce et sur la relance de l'économie en Chine. Les taux d'intérêt longs montent et sont particulièrement volatils, notamment en Europe. Les spreads de crédit s'écartent légèrement, les actions baissent. Les spreads des subordonnées financières Tier 1 s'écartent tout particulièrement, (impact de la hausse des taux et de la baisse de la liquidité des marchés). Le fonds sous-performe en raison de son exposition aux subordonnées, notamment Aegon, BNP, Unicredit, Achmea et Rabobank. Après les arbitrages significatifs de fin avril (baisse des perpétuelles d'assurance et augmentation des positions en CDS), nous attendons une stabilisation des taux et une issue à la crise grecque avant de réorienter le portefeuille le cas échéant.

Juin : les marchés financiers sont marqués par une recrudescence de la volatilité sur l'ensemble des classes d'actifs en raison d'anticipations divergentes sur la hausse des taux de la Fed, de l'incertitude grandissante sur la Grèce, puis, en fin de mois, de la forte baisse des marchés actions chinois. Sur l'ensemble du mois, les taux d'intérêt montent fortement, les spreads s'élargissent et les actions baissent. Le fonds surperforme son indice en raison d'une duration taux plus faible que celle de l'EB00 obtenue grâce à une exposition via CDS. Suite à la forte baisse des subordonnées d'assurance, le fonds ré-investit en Allianz.

Juillet : après les craintes d'un « Grexit » en juin, juillet est un mois euphorique sur les marchés. Euphorie tempérée toutefois en fin de mois par la confirmation d'un ralentissement de la croissance économique en Chine, en partie amplifié par la correction boursière dans ce pays. En Europe, les taux d'intérêt baissent (sans pour autant retrouver leur niveau d'avril dernier), les spread se resserrent, notamment pour les spread des institutions financières, les actions montent. Les matières premières baissent fortement. Le fonds sous-performe son indice malgré une performance soutenue par UBS, Rabobank et Intesa.

Août: les inquiétudes sur la situation économique chinoise et les interrogations sur une éventuelle hausse prochaine des taux d'intérêts aux Etats-Unis pèsent fortement sur les marchés financiers. La conjonction de ces deux incertitudes entraîne un retour marqué de la volatilité. Les actions et les matières premières chutent, les taux d'intérêts ne baissent pas et ne jouent pas leur rôle traditionnel d'actif de refuge. Les spreads s'écartent, mais sont moins impactés que les actions. Le fonds sous performe en raison d'une exposition plus forte aux obligations subordonnées, par son exposition aux banques néerlandaises (ING et ABN Amro) et malgré la contribution positive de la couverture taux. Nous prenons en effet une protection partielle contre la hausse des taux. Nous renforçons BNP Paribas (AT1) et ING et cédon l'assureur Achmea.

Septembre: les marchés restent volatiles en raison des inquiétudes sur la Chine, de l'impact de la baisse des matières premières sur les pays émergents et de l'incertitude sur la hausse des taux de la Fed. Les actions baissent et les taux d'intérêts diminuent. Les spreads corporate s'élargissent dans un contexte de liquidité en détérioration. Les spreads des seniors financières restent stables tandis que ceux des T1 et LT2 s'élargissent. Le fonds sous performe en raison de son exposition plus marquée aux subordonnées. Nous procédons à des arbitrages de valeur relative entre catégories de dettes sur Intesa, Commerzbank et ABN Amro et augmentons l'exposition aux subordonnées d'assurance (NN Group, Groupama).

Octobre: L'optimisme est de retour en octobre sur les marchés financiers. Le ralentissement de la croissance chinoise fait moins peur que les mois précédents et les banques centrales maintiennent, voire augmentent leur politique monétaire expansionniste. Les indices actions rebondissent fortement. Les taux d'intérêt baissent en Europe, mais augmentent aux Etats-Unis (surtout en fin de mois). Les spreads crédit se resserrent en Europe, notamment ceux des subordonnées financières LT2. Le fond surperforme son indice grâce à son exposition à Commerzbank, Intesa, et aux subordonnées financières, et ce malgré l'impact négatif de sa couverture taux. Nous investissons en ING Group, renforçons Commerzbank et Groupama. Nous vendons Crédit Suisse et JPMorgan. Nous renforçons notre couverture taux sur le 5 ans allemand (taux négatif).

Novembre: Novembre est dominé par les anticipations des décisions des banques centrales début décembre: une probable hausse des taux aux Etats-Unis et un probable accroissement du QE en Europe. Par conséquent, les taux montent aux Etats-Unis et baissent en Europe. En Europe, les spreads crédit baissent légèrement et les actions montent. Le fonds sous-performe légèrement son indice de référence en raison de la protection prise sur les taux et malgré la très bonne performance de l'obligation senior Commerzbank. Nous réduisons notre exposition en Commerzbank (senior) et Santander (Lower tier 2) et investissons en Lower Tier 2 BCPE et KBC. Nous passons du CDS en obligation sur Zurich Financial et Aviva.

Décembre: Dans un climat général maussade, les marchés financiers terminent l'année dans le rouge. Les prix des matières premières poursuivent leur baisse, l'accroissement du QE en Europe apparaît en-deçà des attentes créées par la BCE et donc déçoit, alors que la FED finit par annoncer la première hausse des taux depuis 2006 ! Les actions baissent, les taux montent, aux Etats-Unis comme en Europe et les spreads crédit se tendent. Les financières sont marquées par deux événements négatifs: pour des raisons réglementaires, Lloyds TSB a annoncé le rappel d'une dette subordonnée à un prix

(contractuel) très inférieur à son prix de marché; et l'application dure du régime de résolution chez Novo Banco (Portugal) impacte fortement 5 obligations senior. Le fonds surperforme son indice grâce à son exposition aux T1 et à la protection prise sur les taux d'intérêts, cette dernière est réduite en fin d'année.

3. Perspectives

Les perspectives de CreditMax Euro Finance pour 2016 sont fondées sur plusieurs éléments :

- ◇ Un système financier européen dans son ensemble solide, qui incite à s'y exposer en tant qu'investisseur obligataire dans un contexte de valorisations correctes ;
- ◇ Des améliorations notamment en Italie (poursuite de la reprise économique et traitement des problèmes de créances douteuses) ;
- ◇ Des risques fondamentaux liés aux expositions significatives aux pays émergents de certains émetteurs et aux risques juridiques, ainsi qu'aux remises en cause des modèles de quelques institutions comme la Deutsche Bank.
- ◇ Des risques de dégradation de la liquidité susceptibles notamment d'impacter les obligations les plus subordonnées et les perpétuelles ;
- ◇ Fort de la fusion Rivage Gestion et Fideas Capital, l'équipe de gestion est renforcée et à même de focaliser pleinement sur la gestion du fonds.

A court terme, les conditions de marché sont telles qu'être optimiste sur les performances de l'année relève de la gageure. Les cassandres ont davantage tendance à rappeler les affres de 2007-2008, les risques *subprimes* étant remplacés par le pétrole, les matières premières, la Chine. Tout en reconnaissant la situation délicate des secteurs en question ainsi que la fragilité des marchés financiers de ce début d'année 2016, nous ne nous inscrivons pas dans un tel pessimisme. Après un début d'année marqué par une forte baisse dans un contexte de liquidité difficile conduisant à des dynamiques de hausse des spreads, nous anticipons que les niveaux de valorisation atteints au regard de fondamentaux économiques stables en Europe conduiront à un retour des investisseurs sur la classe d'actifs, générant une performance raisonnable sur l'année.

- ◇ Les perspectives économiques sont relativement porteuses en Europe comme aux Etats-Unis.
- ◇ La supervision des banques européennes par la BCE devrait être porteuse de stabilité.
- ◇ Il n'existe pas à notre connaissance d'empilement de dettes et de produits structurés avec effet de levier aussi massif et assortis de l'incertitude complète sur qui, quelle banque, était exposé à quoi de 2007-2009. En négatif, signalons toutefois le développement des ETF sur les obligations à haut rendement dont certaines obligations subordonnées financières font partie. Des flux vendeurs massifs sur une classe d'actif à la liquidité irrégulière peuvent avoir des impacts majeurs sur les prix à court terme.
- ◇ Enfin, nous notons que le positionnement des investisseurs est prudent en ce début d'année, avec des degrés d'investissement limités sur les classes d'actifs risqués et un niveau de trésorerie plus élevé qu'au début de l'an dernier, ce qui est susceptible de donner un certain soutien aux marchés.

En conclusion, au-delà des soubresauts de court terme, notre scénario de moyen terme pointe vers des retours attractifs pour les spreads des institutions financières, mais au prix d'une volatilité plus élevée qu'en 2015, ce qui doit nous rendre exigeant sur les valorisations.

4. Performance

Sur l'année la performance s'élève à 1.65%

La performance passée ne préjuge pas des résultats futurs de l'OPC.

Changement intervenus au cours de l'exercice :

31/12/15: changement de dénomination ex RIVAGE EUROPE FINANCE

01/07/15: Changement de Société de gestion ex RIVAGE INVESTMENT

DEONTOLOGIE

1. Information sur prise en compte dans la politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance (critères dits « ESG »)

Lors de la sélection des investissements, la société de gestion s'efforce de prendre en compte les impacts sociaux et environnementaux des projets étudiés. Toutefois, elle ne prend pas simultanément en compte les critères sociaux, environnementaux, et de qualité de gouvernance.

2. Politique de sélection et d'évaluation des intermédiaires

Le société de gestion met en œuvre une politique de sélection et d'évaluation des entités qui lui fournissent les services de sélection en prenant en compte des critères liés notamment à la qualité de l'analyse financière produite. La politique d'exécution des ordres est disponible sur le site internet de Fideas Capital (www.fideas.fr).

3. Spécificité applicable aux OPCVM : Instruments financiers dérivés

L'OPCVM a eu recours aux dérivés suivants durant l'exercice comptable :

- CDS en couverture et en exposition, dans la limite de 100% de son actif net
- Futures taux afin de réduire l'exposition du portefeuille au risque de taux

Les contreparties de ces transactions financières dérivées sont les suivantes :

- Newedge Group (Société Générale) pour les dérivés listés, JP Morgan Chase Bank N.A., Merrill Lynch International, BNP Paribas et Société Générale pour les CDS
- Le type de garanties financières reçues par l'OPCVM afin de réduire le risque de contrepartie est le suivant : espèces (*collateral cash*) uniquement
- Le montant de garanties financières reçues par l'OPCVM a varié en fonction de la valeur des dérivés conclus avec les contreparties : plus le risque de contrepartie est élevé, plus le montant de garanties financières reçues augmente

Bilan Actif

	Exercice 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Immobilisations nettes	-	-
Dépôts	-	-
Instruments financiers	8 987 046,22	9 028 865,06
Actions et valeurs assimilées	-	-
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Non négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Obligations et valeurs assimilées	4 134 251,54	5 145 391,97
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	4 134 251,54	5 145 391,97
Non négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Titres de créances	4 761 554,12	3 359 310,40
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé - Titres de créances négociables	-	-
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé - Autres titres de créances	4 761 554,12	3 359 310,40
Non négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Titres d'organismes de placement collectif	-	383 098,70
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union européenne	-	383 098,70
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 Etats membres de l'union européenne et organismes de titrisations cotés	-	-
Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'union européenne et organismes de titrisations non cotés	-	-
Les autres organismes non européens	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-
Créances représentatives de titres reçus en pension	-	-
Créances représentatives de titres prêtés	-	-
Titres empruntés	-	-
Titres donnés en pension	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
Instruments financiers à terme	91 240,56	141 063,99
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Autres opérations	91 240,56	141 063,99
Autres instruments financiers	-	-
Créances	27 369,00	3 187,50
Opérations de change à terme de devises	-	-
Autres	27 369,00	3 187,50
Comptes financiers	621 499,78	875 297,11
Liquidités	621 499,78	875 297,11
TOTAL DE L'ACTIF	9 635 915,00	9 907 349,67

Bilan Passif

	Exercice 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Capitaux Propres		
Capital	9 019 420,00	9 387 998,84
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)	-	-
Report à nouveau (a)	-0,04	5,14
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a,b)	293 165,96	234 356,39
Résultat de l'exercice (a,b)	177 118,76	148 234,95
Total des capitaux propres	9 489 704,68	9 770 595,32
(=Montant représentatif de l'actif net)		
Instruments financiers	97 514,34	121 800,00
Opérations de cession sur instruments financiers	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-
Dettes représentatives de titres donnés en pension	-	-
Dettes représentatives de titres empruntés	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
Instruments financiers à terme	97 514,34	121 800,00
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Autres opérations	97 514,34	121 800,00
Dettes	48 695,98	14 954,35
Opérations de change à terme de devises	-	-
Autres	48 695,98	14 954,35
Comptes financiers	-	-
Concours bancaires courants	-	-
Emprunts	-	-
TOTAL DU PASSIF	9 635 915,00	9 907 349,67

(a) Y compris comptes de régularisations

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

Hors Bilan

	Exercice 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
OPERATIONS DE COUVERTURE		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		-
	-	-
Futures		
Vente EURO-BOBL FUTURE MAR16	653 350,00	-
Vente EURO-BUND FUTURE MAR16	473 760,00	-
Engagement de gré à gré		
Credit default swap		
3000RIVE BPE FINANCIAC.TV14	-	600 000,00
3020RIVE HANNOVER TV140940	300 000,00	-
4020RIVE BANCO POPULAR ESPA	400 000,00	-
4042RIVE ALLIANZ TV171042	400 000,00	-
4314RIVE CR.SUISS.TV19 INDX	400 000,00	-
CDS3438 BANK IRELAND TV17	200 000,00	-
CDS3856 BANCO POPULAR ESPA	600 000,00	-
CDS3857 BANCO POPULAR ESPA	400 000,00	-
CDS6301 BANCO SAB.TV250516	200 000,00	-
CDS9701 CASA4%12-04/16	200 000,00	-
CDSE1Q07 BANCO SAB.TV250516	200 000,00	-
CDSE1Q07 BANCO SAB.TV250516	-	200 000,00
CDSE1U01 ASSICURAZ GEN TV42	300 000,00	-
CDSE1U01 ASSICURAZ GEN TV42	-	300 000,00
CDSE2L01 NORDEA BK 4,50%20	300 000,00	-
CDSE2T01 COMMERZBA 6,375%19	400 000,00	-
CDSE2T01 COMMERZBA 6,375%19	-	400 000,00
CDSE3K01 BANK IRELAND TV17	300 000,00	-
CDSE3K01 BANK IRELAND TV17	-	300 000,00
CDSE3O01 AEGON 4 1/8%14	300 000,00	-
CDSF3601 ASSICURAZ GEN TV42	400 000,00	-
CDSF3603 MUNCHENER RUC.TV28	400 000,00	-
Autres engagements	-	-
	-	-
AUTRES OPERATIONS	Néant	
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés	-	-
	-	-
Engagement de gré à gré	-	-

	Exercice 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
	-	-
Credit default swap		
2999RIVE BPE FINANCIAC.TV14	-	400 000,00
3020RIVE HANNOVER TV140940	-	300 000,00
3238RIVE NATIXIS 4,125% 17	-	400 000,00
CDS3438 BANK IRELAND TV17	-	200 000,00
CDS6301 BANCO SAB.TV250516	-	200 000,00
CDS8901 ITRAXX EUROPE FIN	-	1 300 000,00
CDSE1U02 ZURICH TV23 EMTN	-	400 000,00
CDSE2L01 NORDEA BK 4,50%20	-	300 000,00
CDSE3O01 AEGON 4 1/8%14	-	300 000,00
Autres engagements	-	-
	-	-

Compte de résultat

	Exercice 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Produits sur opérations financières		
Produits sur actions et valeurs assimilées	-	-
Produits sur obligations et valeurs assimilées	243 821,92	128 079,25
Produits sur titres de créances	104 049,82	156 317,97
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres	-	-
Produits sur instruments financiers à terme	-	-
Produits sur dépôts et sur comptes financiers	-	-
Autres produits financiers	-	-
Total I	347 871,74	284 397,22
Charges sur opérations financières		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres	-	-
Charges sur instruments financiers à terme	-	-
Charges sur dettes financières	-	-
Autres charges financières	-	-
Total II	-	-
Résultat sur opérations financières (I+II)	347 871,74	284 397,22
Autres produits (III)	-	-
Frais de gestion et dotations aux amortissements (IV)	-170 686,01	-140 846,26
Résultat net de l'exercice (I+II+III+IV)	177 185,73	143 550,96
Régularisation des revenus de l'exercice (V)	-66,97	4 683,99
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (VI)	-	-
Résultat (I+II+III+IV+V+VI)	177 118,76	148 234,95

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

Titres financiers négociés sur un marché réglementé français ou étranger

Les titres financiers négociés sur un marché réglementé français ou étranger sont évalués au prix du marché de référence, au cours de clôture du jour de valorisation.

Les titres financiers dont le cours n'a pas été constaté le jour de l'évaluation sont évalués au dernier cours publié officiellement ou à leur valeur probable de négociation sous la responsabilité de la société de gestion. Ces évaluations et leur justification sont communiquées au Commissaire aux comptes à l'occasion de ses contrôles.

Précisions relatives aux obligations ou EMTN :

Obligations ou EMTN indexés à taux fixe : ils sont évalués tous les jours en fonction de l'écart de taux caractéristique de l'émetteur par rapport à une courbe de swap.

Pour l'évaluation de l'obligation ou de la jambe fixe d'un swap, un échéancier représentant les différents flux de coupons est construit en tenant compte des caractéristiques du swap/obligation. Les flux ainsi calculés sont ensuite actualisés à partir de la courbe des taux zéro-coupon, ajustée pour l'obligation du spread de crédit

Pour la jambe variable, un échéancier est également construit en tenant compte des conventions spécifiques de la jambe. Le calcul des flux se fait à partir des courbes de taux.

Les flux sont actualisés à partir de la courbe des taux zéro-coupon.

Obligations ou EMTN assortis d'une couverture du risque de taux par un swap adossé : l'obligation ainsi que le swap de taux adossé sont évalués selon les mêmes méthodes et à partir de la même courbe de taux

Obligation ou EMTN à taux variable ou révisable : ils sont évalués en prix de coupon. Lorsque seule la marge du titre est disponible, le calcul du prix pied de coupon est réalisé selon la méthode Bloomberg.

Titres de créance négociables – TCN

Titres de créances négociables de maturité inférieure à 3 mois :

Les TCN de durée de vie inférieure à 3 mois à l'émission, à la date d'acquisition, ou dont la durée de vie résiduelle devient inférieure à 3 mois à la date de détermination de la valeur liquidative, sont évalués selon la méthode simplificatrice (les intérêts sont linéarisés). En cas d'évènement de crédit affectant l'émetteur, la méthode simplificatrice est abandonnée au profit d'une valorisation au prix de marché selon la méthode appliquée pour les TCN de maturité supérieure à 3 mois.

Dans le cas particulier d'un TCN indexé sur une référence variable (essentiellement l'Eonia), une écriture dans la comptabilité de l'OPCVM enregistrera l'impact du mouvement du marché, calculé en fonction du spread de marché de l'émetteur, c'est-à-dire de l'écart représentatif des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur.

Titres de créances négociables de maturité supérieure à trois mois :

Ils sont évalués à leur valeur probable de négociation par l'application d'une méthode actuarielle, le taux retenu étant celui des émissions de titres équivalents affecté, le cas échéant, d'un écart représentatif des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur du titre (spread de marché de l'émetteur).

Règles et Méthodes Comptables

Les taux de marché utilisés sont :

- pour l'euro (EUR) : les taux officiels Euribor pour les TCN à moins d'un an, taux des BTAN sinon.
- Pour les autres devises, taux officiels principaux des pays concernés.

Le taux d'actualisation est un taux interpolé de manière linéaire entre les deux dates disponibles les plus proches encadrant la maturité du titre.

Parts ou actions d'OPC

Les parts ou actions d'OPC sont évaluées à la dernière valeur liquidative connue.

Instruments financiers à terme et conditionnels

Les contrats à terme fermes ou conditionnels sont valorisés sur le cours de compensation (ou dernier cours) du jour de valorisation

Les contrats sont portés pour leur valeur de marché déterminée d'après les principes ci-dessus en engagement hors bilan et dans les tableaux d'exposition aux risques.

Les opérations à terme conditionnelles (options) sont traduites en équivalent sous-jacent en engagement hors bilan et dans les tableaux d'exposition aux risques.

Les engagements hors bilan sont calculés sur la base du nominal, de leur cours en portefeuille et, éventuellement, du cours de change.

Les engagements sur les contrats d'échange sont évalués à leur valeur de marché.

Les changes à terme sont évalués au cours des devises au jour de l'évaluation en tenant comptes de l'amortissement du report/déport.

Swaps de taux contre EONIA, FED FUNDS ou SONIA:

- Swap de taux de maturité inférieure à trois mois :

Les swaps de maturité inférieure à trois mois à la date de départ du swap ou à la date de calcul de la valeur liquidative sont valorisés de façon linéaire.

Dans le cas où le swap n'est pas adossé à un actif spécifique et en présence d'une forte variation des taux d'intérêt, la méthode linéaire est abandonnée et le swap est valorisé selon la méthode réservée aux swaps de taux de maturité supérieure à trois mois

- Swap de taux de maturité inférieure à trois mois :

Ils sont valorisés selon la méthode de coût de retournement.

A chaque calcul de la valeur liquidative, les contrats d'échange de taux d'intérêts et/ou de devises sont valorisés à leur valeur de marché en fonction du prix calculé par actualisation des flux de trésorerie futurs (principal et intérêts) au taux d'intérêt et/ou devises du marché.

L'actualisation se fait en utilisant la courbe de taux zéro-coupon.

Le taux du marché est le taux actuariel correspondant à la durée résiduelle du swap, observé sur le marché à la date de réévaluation. On appelle ce taux, le taux de retournement.

Ce prix est corrigé du risque de signature.

Lorsque la maturité résiduelle du swap devient inférieure à trois mois, la méthode de linéarisation est appliquée.

-Swaps de taux d'intérêts contre une référence EURIBOR ou LIBOR: ILS sont valorisés au prix du marché calculé par actualisation des flux futurs à partir de la courbe des taux zéro-coupon.

Evaluation des swaps dans le tableau des engagements hors-bilan :

- Les swaps d'une durée de vie inférieure à trois mois : nominal + différentiel d'intérêts courus
- Les swaps d'une durée de vie supérieure à trois mois
- Les swaps taux fixes/ taux variables : évaluation de la jambe à taux fixe au prix de marché
- Les swaps taux fixes/ taux variables : évaluation de la jambe à taux variable au prix de marché.

Règles et Méthodes Comptables

Les swaps d'indices sont valorisés à leur valeur de marché en fonction des cours de clôture des indices échangés. Les swaps d'indices complexes sont valorisés à leur valeur de marché en fonction des prix calculés par les contreparties, sous le contrôle et la responsabilité de la société de gestion.

Les asset swaps sont valorisés à leur valeur de marché en fonction des prix calculés par les contreparties, sous le contrôle et la responsabilité de la société de gestion.

Les swaps de crédit sont valorisés à leur valeur de marché en fonction des cours publiés par les acteurs de marché, sous le contrôle et la responsabilité de la société de gestion.

Dérivés de crédit

Les CDS – Crédit Default Swaps sont valorisés à leur valeur actuelle selon le modèle standard de marché : « Modèle de forme réduite à intensité » ou, selon les évolutions de marché, autres modèles utilisant des calculs ou des paramètres adaptés. Ces estimations sont corrigées du risque de contrepartie, le cas échéant.

Les First-To-Default seront valorisés à leur valeur actuelle selon un modèle interne adapté, dont le résultat sera confronté aux valorisations communiquées par les contreparties.

Titres complexes et titres synthétiques

Les titres complexes sont valorisés à leur valeur de marché en fonction de prix calculés par les contreparties, sous le contrôle et la responsabilité de la Société de gestion.

Produits synthétiques : les titres libellés en devises et couverts par un contrat d'échange devise contre euro, qu'ils soient ou non conclus avec une seule et même contrepartie, sont analysés comme des produits synthétiques dans la mesure où ils répondent aux conditions suivantes : le contrat d'échange est conclu de façon simultanée à l'acquisition du titre et porte sur un même montant et une même échéance. Dans ce cas, par analogie avec la possibilité offerte par la réglementation, il n'est pas procédé à un enregistrement distinct du titre en devises et du contrat d'échange qui y est associé, mais à une comptabilisation globale en euro du produit synthétique. Ils font l'objet d'une évaluation globale au taux de marché et/ou au cours de la devise résultant de l'échange, dans le cadre des modalités contractuelle.

Les instruments financiers dont le cours n'a pas été constaté le jour de l'évaluation ou dont le cours a été corrigé sont évalués à leur valeur probable de négociation sous la responsabilité de la société de gestion. Ces évaluations et leur justification sont communiquées au commissaire aux comptes à l'occasion de ses contrôles.

Les modalités d'évaluation des actifs sont précisées dans l'annexe aux comptes annuels. Les titres qui ne sont pas négociés sur un marché réglementé sont évalués sous la responsabilité de la société de gestion à leur valeur probable de négociation. Ces évaluations et leur justification sont communiquées au Commissaire aux comptes à l'occasion de ses contrôles.

Opérations d'acquisition et de cession temporaire de titres

Prêt/Emprunt :

- Prêt de titres : les titres prêtés sont évalués à la valeur de marché des titres ; la créance représentative des titres prêtés est évaluée selon les modalités contractuelles

- Emprunts de titres : la dette représentative des titres empruntés est évaluée selon les modalités contractuelles

Pensions :

- Prises en pension : la créance représentative des titres reçus en pension est évaluée selon les modalités contractuelles

- Mises en pension : les titres donnés en pension sont évalués à la valeur de marché des titres ; la dette représentative des titres en pension est évaluée selon les modalités contractuelles.

Frais de gestion

- 1.50 % TTC maximum pour les parts C et D
- 0.75 % TTC maximum pour la part I

La dotation est calculée sur la base de l'actif net. Ces frais, n'incluant pas les frais de transaction, seront directement imputés au compte de résultat du Fonds.

Règles et Méthodes Comptables

Commission de surperformance :

20% de la performance de l'OPCVM au-delà de l'indicateur de référence suivant :
EMU Financial Corporate Index calculé par Bank of America Merrill Lynch (EB00)

Chaque période de référence correspond à l'exercice comptable.

Lorsque la performance de la valeur liquidative excède la performance de l'indice de référence, la société de gestion bénéficie de 20% de la surperformance pour la période de référence considérée.

La surperformance est calculée en comparant l'évolution de l'actif du fonds à celle d'un fonds de référence compte tenu ;

- de la progression de l'indice

- des mêmes variations de souscriptions et de rachats comptabilisés dans le fonds

Aucune commission n'est provisionnée et perçue tant que l'OPCVM n'a pas dépassé la plus haute valeur liquidative des fins d'exercices précédents.

Le montant dû au titre des frais de gestion variables fera l'objet d'une provision à chaque valeur liquidative. Dans le cas d'une sous-performance par rapport à l'indice, la provision est réajustée par le biais de reprises sur provisions. Celles-ci sont plafonnées à hauteur des dotations.

Les frais de gestion variables sont définitivement acquis à la société de gestion à la fin de chaque période de référence et lors de chaque rachat pour le prorata qui correspond aux parts rachetées.

En cas de non perception de commission de surperformance annuelle durant 3 exercices, la plus haute valeur liquidative des fins d'exercices précédentes est redéfinie comme étant la dernière valeur liquidative annuelle de l'exercice précédent.

Le détail de la formule est disponible dans les locaux de la société de gestion sur simple demande du souscripteur.

Rétrocession de frais de gestion : Néant

Méthode de comptabilisation des intérêts

Comptabilisation des intérêts selon la méthode des intérêts encaissés

Affectation des résultats réalisés

Capitalisation pour les parts C et I

Distribution pour la part D

Affectation des plus-values nettes réalisées

Capitalisation pour les parts C et I

Distribution pour la part D

Changements affectant le fonds : néant.

Evolution de l'actif net

	Exercice 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Actif net en début d'exercice	9 770 595,32	9 753 958,23
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'O.P.C.)	3 043 266,75	3 098 100,46
Rachats (sous déduction des commissions acquises à l'O.P.C.)	-3 450 377,10	-3 327 055,21
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	398 663,12	511 128,16
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-127 052,71	-389 510,80
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	149 811,14	988 801,16
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-109 345,66	-913 493,08
Frais de transaction	-3 702,80	-8 996,07
Différences de change	-	-
Variation de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	-309 279,34	37 133,97
Différence d'estimation exercice N	-42 519,97	266 759,37
Différence d'estimation exercice N-1	-266 759,37	-229 625,40
Variation de la différence d'estimation des instruments financiers à terme	-15 787,77	-71 362,46
Différence d'estimation exercice N	3 476,22	19 263,99
Différence d'estimation exercice N-1	-19 263,99	-90 626,45
Distribution de l'exercice antérieur sur plus et moins-values nettes	-	-
Distribution de l'exercice antérieur sur résultat	-34 272,00	-51 660,00
Résultat net de l'exercice avant compte de régularisation	177 185,73	143 550,96
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	-	-
Actif net en fin d'exercice	9 489 704,68	9 770 595,32

Complément d'information 1

	Exercice 31/12/2015
Engagements reçus ou donnés	
Engagements reçus ou donnés (garantie de capital ou autres engagements) (*)	-
Valeur actuelle des instruments financiers inscrits en portefeuille constitutifs de dépôts de garantie	Néant
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	-
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	-
Instruments financiers en portefeuille émis par le prestataire ou les entités de son groupe	Néant
Dépôts	-
Actions	-
Titres de taux	-
OPC	-
Acquisitions et cessions temporaires sur titres	-
Swaps (en nominal)	-
Valeur actuelle des instruments financiers faisant l'objet d'une acquisition temporaire	Néant
Titres acquis à réméré	-
Titres pris en pension	-
Titres empruntés	-

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

Comptes annuels - Annexe

Complément d'information 2

		Exercice 31/12/2015	
Emissions et rachats pendant l'exercice comptable		Nombre de titres	
Catégorie CLASSIQUE (Devise : EUR)			
	Nombre de titres émis	211,128300	
	Nombre de titres rachetés	2 493,682400	
Catégorie D (Devise : EUR)			
	Nombre de titres émis	-	
	Nombre de titres rachetés	-	
Catégorie I (Devise : EUR)			
	Nombre de titres émis	27,000000	
	Nombre de titres rachetés	-	
Commissions de souscription et/ou de rachat		Montant (EUR)	
	Commissions de souscription acquises à l'OPC	-	
	Commissions de rachat acquises à l'OPC	-	
	Commissions de souscription perçues et rétrocédées	-	
	Commissions de rachat perçues et rétrocédées	843,37	
Frais de gestion		Montant (EUR)	% de l'actif net moyen
Catégorie CLASSIQUE (Devise : EUR)			
	Frais de gestion et de fonctionnement (*)	87 886,82	1,50
	Commissions de surperformance	21 685,64	-
	Autres frais	-	-
Catégorie D (Devise : EUR)			
	Frais de gestion et de fonctionnement (*)	33 150,80	1,45
	Commissions de surperformance	4 783,15	-
	Autres frais	-	-
Catégorie I (Devise : EUR)			
	Frais de gestion et de fonctionnement (*)	16 133,00	0,87
	Commissions de surperformance	7 046,60	-
	Autres frais	-	-



(*) 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.

Comptes annuels - Annexe

Ventilation par nature des créances et dettes

	Exercice 31/12/2015
Ventilation par nature des créances	
Déposit euros	13 369,00
Déposit autres devises	-
Collatéraux espèces	-
Valorisation des achats de devises à terme	-
Contrevaleur des ventes à terme	-
Autres débiteurs divers	-
Coupons à recevoir	14 000,00
TOTAL DES CREANCES	27 369,00
Ventilation par nature des dettes	
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	47 692,76
Autres créditeurs divers	1 003,22
Provision pour risque des liquidités de marché	-
TOTAL DES DETTES	48 695,98

Comptes annuels - Annexe

Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument

	Exercice 31/12/2015
Actif	
Obligations et valeurs assimilées	4 134 251,54
Obligations indexées	-
Obligations convertibles	-
Titres participatifs	-
Autres Obligations et valeurs assimilées	4 134 251,54
Titres de créances	4 761 554,12
<i>Négoiés sur un marché réglementé</i>	4 761 554,12
Bons du Trésor	-
Autres TCN	-
Autres titres de créances	4 761 554,12
<i>Non négociés sur un marché réglementé</i>	-
Passif	Néant
Opérations de cession sur instruments financiers	-
Actions	-
Obligations	-
Autres	-
Hors-bilan	
Opérations de couverture	
Taux	1 127 110,00
Actions	-
Autres	5 700 000,00
Autres opérations	
Taux	-
Actions	-
Autres	-

Comptes annuels - Annexe

Ventilation par nature de taux des postes d'actif, de passif et de hors bilan

	Taux Fixe	Taux Variable	Taux révisable	Autres
Actif		Néant		
Dépôts	-	-	-	-
Obligations et valeurs assimilées	4 134 251,54	-	-	-
Titres de créances	4 265 057,68	-	496 496,44	-
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	621 499,78
Passif	Néant	Néant	Néant	Néant
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-
Comptes Financiers	-	-	-	-
Hors-bilan		Néant	Néant	Néant
Opérations de couverture	1 127 110,00	-	-	-
Autres opérations	-	-	-	-

Comptes annuels - Annexe

Ventilation par maturité résiduelle

	[0 - 3 mois]]3 mois - 1 an]]1 - 3 ans]]3 - 5 ans]	> 5 ans
Actif		Néant			
Dépôts	-	-	-	-	-
Obligations et valeurs assimilées	400 000,00	-	-	315 186,42	3 419 065,12
Titres de Créances	-	-	722 723,77	693 182,41	3 345 647,94
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-	-
Comptes financiers	621 499,78	-	-	-	-
Passif	Néant	Néant	Néant	Néant	Néant
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	-	-
Hors-bilan	Néant	Néant	Néant		
Opérations de couverture	-	-	-	653 350,00	473 760,00
Autres opérations	-	-	-	-	-

Ventilation par devise de cotation

	Devise
Actif	Néant
Dépôts	
Actions et valeurs assimilées	
Obligations et valeurs assimilées	
Titres de créances	
Titres d'OPC	
Opérations temporaires sur titres	
Autres instruments financiers	
Créances	
Comptes financiers	
Passif	Néant
Opérations de cession sur instruments financiers	
Opérations temporaires sur titres	
Dettes	
Comptes financiers	
Hors-bilan	Néant
Opérations de couverture	
Autres opérations	

Au 31 Décembre 2015, le portefeuille ne détient que des instruments financiers libellés en devise de référence de la comptabilité.

Affectation des sommes distribuables

Catégorie de classe : CLASSIQUE (Devise : EUR)

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau	-	-
Résultat	81 124,53	113 945,80
TOTAL	81 124,53	113 945,80
Affectation		
Distribution	-	-
Report à nouveau de l'exercice	-	-
Capitalisation	81 124,53	113 945,80
TOTAL	81 124,53	113 945,80
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-
Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat		
Montant global des crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat :	-	-
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 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	137 834,78	179 419,81
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-	-
TOTAL	137 834,78	179 419,81
Affectation		
Distribution	-	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-	-
Capitalisation	137 834,78	179 419,81
TOTAL	137 834,78	179 419,81
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau	-0,04	5,14
Résultat	41 842,13	34 266,82
TOTAL	41 842,09	34 271,96
Affectation		
Distribution	41 832,00	34 254,00
Report à nouveau de l'exercice	10,09	17,96
Capitalisation	-	-
TOTAL	41 842,09	34 271,96
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	1 800,000000	1 800,000000
Distribution unitaire	23,24	19,03
Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat		
Montant global des crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat :	-	-
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 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	70 005,06	54 949,32
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-	-
TOTAL	70 005,06	54 949,32
Affectation		
Distribution	-	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-	-
Capitalisation	70 005,06	54 949,32
TOTAL	70 005,06	54 949,32
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	1 800,00	1 800,00
Distribution unitaire	-	-

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau	-	-
Résultat	54 152,10	22,33
TOTAL	54 152,10	22,33
Affectation		
Distribution	-	-
Report à nouveau de l'exercice	-	-
Capitalisation	54 152,10	22,33
TOTAL	54 152,10	22,33
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-
Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat		
Montant global des crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat :	-	-
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 31/12/2015	Exercice 24/12/2014
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	85 326,12	-12,74
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-	-
TOTAL	85 326,12	-12,74
Affectation		
Distribution	-	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-	-
Capitalisation	85 326,12	-12,74
TOTAL	85 326,12	-12,74
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-

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

Catégorie de classe : CLASSIQUE (Devise : EUR)

	30-déc.-11	28-déc.-12	27-déc.-13	24-déc.-14	31-déc.-15
Valeur liquidative (en EUR)					
Parts C	871,18	1 188,81	1 312,86	1 359,97	1 382,34
Parts D	871,18				
Actif net (en k €)	4 826,36	5 689,25	7 548,35	7 510,23	4 478,51
Nombre de titres					
Parts C	2 640,000000	4 785,661100	5 749,507600	5 522,345700	3 239,791600
Parts D	2 900,000000				

	30/12/2011	28/12/2012	27/12/2013	24/12/2014	31/12/2015
Date de mise paiement					
Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes	-	-	-	-	-
(y compris les acomptes) (en €)					
Distribution unitaire sur résultat	43,51	-	-	-	-
(y compris les acomptes) (en €)					
Crédit d'impôt unitaire (*)	-	-	-	-	-
personnes physiques (en €)					
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes					
Parts C	-	141,67	134,56	32,48	42,54
Parts D	-	-	-	-	-
Capitalisation unitaire sur résultat					
Parts C	43,51	31,34	29,16	20,63	25,04
Parts D	-	-	-	-	-

Catégorie de classe : D (Devise : EUR)

	28-déc.-12	27-déc.-13	24-déc.-14	31-déc.-15
Valeur liquidative (en EUR)				
Parts D	1 140,09	1 225,33	1 241,05	1 243,24
Actif net (en k €)	3 306,28	2 205,60	2 233,91	2 237,85
Nombre de titres				
Parts D	2 900,00000	1 800,000000	1 800,000000	1 800,000000

	28/12/2012	27/12/2013	24/12/2014	31/12/2015
Date de mise paiement				
Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes	-	-	-	-
(y compris les acomptes) (en €)				
Distribution unitaire sur résultat	33,77	28,70	19,03	23,24
(y compris les acomptes) (en €)				
Crédit d'impôt unitaire (*)	-	-	-	-
personnes physiques (en €)				
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes				
Parts C	-	127,37	30,52	38,89
Parts D	135,57	-	-	-
Capitalisation unitaire sur résultat				
Parts C	-	-	-	-
Parts D	-	-	-	-

Catégorie de classe : I (Devise : EUR)

	24-déc.-14	31-déc.-15
Valeur liquidative (en EUR)		
Parts C	99 937,13	101 719,43
Actif net (en k €)	26,45	2 773,35
Nombre de titres		
Parts C	0,2647	27,2647

	24/12/2014	31/12/2015
Date de mise paiement	24/12/2014	31/12/2015
Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes	-	-
(y compris les acomptes) (en €)		
Distribution unitaire sur résultat	-	-
(y compris les acomptes) (en €)		
Crédit d'impôt unitaire (*)	-	-
personnes physiques (en €)		
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes		
Parts C	-48,13	3 129,54
Capitalisation unitaire sur résultat		
Parts C	84,35	1 986,16

(*) 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."

Comptes annuels - Annexe

Inventaire des instruments financiers au 31 Décembre 2015

Eléments d'actifs et libellé des valeurs	Quantité	Cours	Devise Cotation	Valeur actuelle	% arrondi de l'actif net
Obligations et Valeurs assimilées				4 134 251,54	43,57
Négoциées sur un marché réglementé ou assimilé					
AAREAL BANK 4,25%14-180326	150 000,00	104,76	EUR	162 244,98	1,71
ABN 5,75%15-PERP	200 000,00	100,24	EUR	203 793,31	2,15
ALLEMAGNE 3,50%05-16	400 000,00	100,00	EUR	400 000,00	4,22
BBVA TV15-PERP.PREF.SEC.COCOS	200 000,00	98,07	EUR	197 892,87	2,09
BNPP 6,125%15-PERP.EMTN	200 000,00	102,67	EUR	205 975,93	2,17
CRED.AG.L.B.6,5%14-PERP.EMTN	300 000,00	102,93	EUR	309 480,43	3,26
ERSTE GROUP BK 1,875%13-130519	300 000,00	103,85	EUR	315 186,42	3,32
GOLDMAN SACHS 4,75%06-121021	200 000,00	116,69	EUR	235 578,28	2,48
GROUPAMA TV14-PERP.EMTN	200 000,00	96,82	EUR	201 365,60	2,12
HSBC HOLDINGS TV14-PERP.SUB JR	200 000,00	98,82	EUR	200 845,92	2,12
NN GROUP TV14-PERP.	350 000,00	98,37	EUR	351 765,21	3,71
RABOBANK NDL TV15-PERP.REG-S	400 000,00	101,50	EUR	406 404,76	4,28
SG TV14-PERP.REGS JR	200 000,00	102,43	EUR	208 177,68	2,19
UBS TV14-120226 SUB.	400 000,00	107,04	EUR	445 219,23	4,69
UNICREDIT TV14-PERP. EMTN	300 000,00	94,60	EUR	290 320,92	3,06
Titres de Créances Négociables				4 761 554,12	50,18
Autres Titres de Créances				4 761 554,12	50,18
ALLIANZ TV13-PERP.	200 000,00	108,09	EUR	218 080,81	2,30
AQUARIUS CAP.INVEST.TV13-1043	200 000,00	109,28	EUR	220 756,28	2,33
AUTRICHE 3,2%10-200217 EMTN	400 000,00	104,00	EUR	427 166,85	4,50
AVIVA TV15-041245 REG-S	200 000,00	95,46	EUR	191 510,16	2,02
BCO ESPSANTO LU 0%14-160446 20	200 000,00	13,50	EUR	27 000,00	0,28
BK AMERICA TV06-140918 EMTN	300 000,00	98,49	EUR	295 556,92	3,11
BK IRELAND (GOV&CO) 1,25%15-20	200 000,00	100,91	EUR	203 876,84	2,15
BNG 3,875%09-041119 EMTN	250 000,00	114,69	EUR	288 366,05	3,04
BPCE TV15-301127 EMTN	200 000,00	100,47	EUR	201 478,98	2,12
CNP ASSURANCES TV11-300941	200 000,00	117,05	EUR	237 744,13	2,51
COMMERZBANK 1,5%15-210922 851	400 000,00	100,99	EUR	405 705,70	4,28
ING BANK TV14-250226 EMTN	350 000,00	107,28	EUR	386 384,23	4,07
INTESA SANPAOLO 1,125%15-0322	400 000,00	97,50	EUR	393 762,60	4,15
JPMORGAN CHASE TV14-070519	200 000,00	100,39	EUR	200 939,52	2,12
KBC GROUPE TV15-110327 EMTN	300 000,00	97,66	EUR	297 587,66	3,14
SANTANDER ISSUANCES 2,5%15-25	200 000,00	94,23	EUR	192 452,73	2,03

SEB TV14-280526 EMTN	300 000,00	102,13	EUR	310 945,18	3,28
TALANX FINANZ LUX TV12-150642	200 000,00	126,46	EUR	262 239,48	2,76
Instruments financiers à terme				-6 273,78	-0,07
Futures				9 750,00	0,10
EURO-BOBL FUTURE MAR16	-5,00	130,67	EUR	4 500,00	0,05
EURO-BUND FUTURE MAR16	-3,00	157,92	EUR	5 250,00	0,06
Appels de marge				-9 750,00	-0,10
				-9 750,00	-0,10
Crédit default swaps				-6 273,78	-0,07
CDS 03/16 3.00	300 000,00	-1 671,00	EUR	-1 946,00	-0,02
CDS 03/17 5.00	600 000,00	-22 228,00	EUR	-23 144,67	-0,24
CDS 03/17 5.00	200 000,00	-9 320,00	EUR	-9 625,56	-0,10
CDS 03/19 5.00	-200 000,00	20 748,00	EUR	21 053,56	0,22
CDS 03/20 5.00	-400 000,00	29 171,00	EUR	29 782,11	0,31
CDS 06/17 3.00	400 000,00	-13 910,00	EUR	-14 276,67	-0,15
CDS 06/17 5.00	300 000,00	-18 342,00	EUR	-18 800,33	-0,20
CDS 06/19 1.00	-300 000,00	3 844,00	EUR	3 935,67	0,04
CDS 06/20 1.00	-400 000,00	-5 023,00	EUR	-4 900,78	-0,05
CDS 06/20 1.00	-400 000,00	-11 141,00	EUR	-11 018,78	-0,12
CDS 06/20 1.00	-400 000,00	3 854,00	EUR	3 976,22	0,04
CDS 06/20 1.00	-400 000,00	3 854,00	EUR	3 976,22	0,04
CDS 06/20 1.00	-200 000,00	-3 068,00	EUR	-3 006,89	-0,03
CDS 06/21 1.00	-300 000,00	-467,00	EUR	-375,33	0,00
CDS 06/21 1.00	-300 000,00	-10 511,00	EUR	-10 419,33	-0,11
CDS 09/19 5.00	-200 000,00	25 959,00	EUR	26 264,56	0,28
CDS 12/20 1.00	-400 000,00	2 130,00	EUR	2 252,22	0,02
Swaps				0,00	0,00
				0,00	0,00
Créances				27 369,00	0,29
Dettes				-48 695,98	-0,51
Dépôts					
Autres comptes financiers				621 499,78	6,55
TOTAL DE L'ACTIF NET				9 489 704,68	100,00