

**SICAV de droit français**

**LAZARD FINANCIALS DEBT**

**RAPPORT ANNUEL**

au 31 mars 2016

**Société de Gestion : Lazard Frères Gestion SAS**

**Dépositaire : Caceis Bank France**

**Commissaire aux comptes : Deloitte & Associés**

## SOMMAIRE

1. Mandats	3
2. Caractéristiques de l'OPC	4
3. Changements intéressant l'OPC	9
4. Rapport du conseil d'administration	10
5. Informations réglementaires	24
6. Certification du Commissaire aux Comptes	26
7. Comptes de l'exercice	28
8. Résolutions	43

## I. MANDATS

### Mandats des administrateurs personnes physiques de Lazard Financials Debt au 31 mars 2016

Noms des Administrateurs	Nombre de mandats	Liste des mandats et fonctions
M. Lionel Clément Directeur de Lazard Frères Gestion SAS	2	Président Directeur Général de la Sicav Lazard Financials Debt Administrateur de la Sicav : . Lazard Convertible Global Directeur Général non Administrateur de la Sicav Objectif Alpha Obligataire
M. Jean-Jacques de Gournay Associé-Gérant de Lazard Frères Gestion SAS	5	Président du Conseil d'Administration de la Sicav Objectif Court Terme Dollar Administrateur des Sicav : . Objectif Investissement Responsable . Objectif Small Caps Euro . Objectif Alpha Obligataire . Lazard Financials Debt
M. Philippe Bey Directeur de Lazard Frères Gestion SAS	1	Administrateur de la Sicav Lazard Financials Debt

#### JETONS DE PRESENCE

La Sicav ne distribue aucun jeton de présence aux administrateurs.

## 2. CARACTERISTIQUES DE L'OPC

- **FORME JURIDIQUE**

Sicav à conseil d'administration de droit français.

- **CLASSIFICATION**

Obligations et autres titres de créances internationaux.

- **OPC dOPC**

Jusqu'à 100% maximum en parts du Fonds-Maître.

- **– MODALITES D'AFFECTION DES SOMMES DISTRIBUABLES**

Les sommes distribuables sont constituées par :

1) le résultat net augmenté du report à nouveau et majoré ou diminué du solde de régularisation des revenus.

Le résultat net de l'exercice est égal au montant des intérêts, arrérages, dividendes, primes et lots, jetons de présence ainsi que tous produits relatifs aux titres constituant le portefeuille du Fonds majoré du produit des sommes momentanément disponibles et diminué des frais de gestion et de la charge des emprunts.

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

Les sommes distribuables sont intégralement capitalisées à l'exception de celles qui font l'objet d'une distribution obligatoire en vertu de la loi.

- **OBJECTIF DE GESTION**

La Sicav est un OPCVM nourricier de la part I du FCP Objectif Crédit Fi (ci-après le Fonds-Maître). L'objectif de gestion de la Sicav nourricière vise à atteindre, sur une durée de placement recommandée de 3 ans minimum, une performance nette de frais supérieure à EONIA + 2,25%.

La performance de la Sicav nourricière pourra être inférieure à celle du Fonds-Maître en raison notamment de ses propres frais de gestion.

- **INDICATEUR DE REFERENCE**

L'indice Eonia capitalisé (Euro Overnight Index Average) correspond à la moyenne des taux au jour le jour de la zone Euro. Il est calculé par la Banque Centrale Européenne (BCE) et représente le taux sans risque de la zone Euro.

- **STRATEGIE D'INVESTISSEMENT**

### 1. Stratégies utilisées

La Sicav est un OPCVM nourricier de la part I du FCP Objectif Crédit Fi (le Fonds-Maître). Les actifs de la Sicav sont composés au minimum de 95% et au maximum de 100% de l'actif net de la part I du FCP Objectif Crédit Fi et à hauteur de 5% maximum de l'actif net en liquidités.

Rappel de la stratégie d'investissement du FCP Objectif Crédit Fi (le Fonds-Maître) :

*L'objectif de gestion vise à atteindre, sur une durée de placement recommandée de 3 ans minimum, une performance nette de frais supérieure à Eonia + 2,70% pour les parts C et G, Eonia + 2,30% pour la part I, Eonia + 2% pour la part R et Eonia.*

*La stratégie du FCP repose sur une gestion active du portefeuille investi essentiellement sur des dettes subordonnées (ce type de dette est plus risqué que la dette senior ou sécurisée), ou tout titre, non considéré comme des actions ordinaires, émis par des institutions financières européennes. Le processus de gestion combine une approche Top-down (approche d'allocation stratégique et géographique tenant compte de l'environnement macroéconomique et sectoriel) et Bottom-up (approche de*

sélection des supports d'investissement sur une base fondamentale après analyse de la qualité de crédit des émetteurs et des caractéristiques des titres), permettant ainsi d'intégrer l'environnement réglementaire dans lequel évolue cette classe d'actif.

Le gérant mène sa propre analyse crédit dans la sélection des titres à l'acquisition et en cours de vie. Il ne s'appuie pas exclusivement sur les notations fournies par les agences de notation et met en place une analyse du risque de crédit et les procédures nécessaires pour prendre ses décisions à l'achat ou en cas de dégradation de ces titres, afin de décider de les céder ou les conserver. De même, il ne recourt pas mécaniquement aux notations des agences de notation mais privilégie sa propre analyse crédit pour évaluer la qualité de crédit de ces actifs et décider de la dégradation éventuelle de la note.

Le FCP pourra investir dans tout type d'émetteur dont le siège social est situé dans un pays membre et/ou émission cotée sur une bourse d'un pays de l'OCDE. Il s'interdit d'investir dans des obligations émises dans la liste noire des pays GAFI.

Le Groupe d'Action Financière (GAFI) est un organisme intergouvernemental qui a pour objectif de concevoir et de promouvoir des politiques de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme aussi bien à l'échelon national qu'international.

Les informations relatives à la fourchette de sensibilité à l'intérieur de laquelle le Fonds est géré figurent dans le tableau ci-dessous :

Fourchette de sensibilité aux taux d'intérêt à l'intérieur de laquelle le FCP est géré	Zone géographique des émetteurs des titres ou sous-jacents des produits de titrisation	Fourchette d'exposition correspondant à cette zone
0 – 8	Zone OCDE	100%

Enfin, le FCP ne pourra investir que dans des obligations négociées en Euro, Dollar US ou Livre Sterling.

## 2. Actifs (hors dérivés intégrés)

### Actions :

- Actions ordinaires (maximum 10% de l'actif net) provenant d'une conversion ou d'une offre d'échange de dettes en actions à l'initiative de l'émetteur. Le FCP n'investira pas activement sur des actions, mais pourra les conserver afin de permettre au gérant de céder les actions reçues dans les meilleurs délais selon les conditions de marché et afin d'optimiser le cours de sortie pour les porteurs.

### Titres de créance et instruments du marché monétaire :

Pour construire son portefeuille le gérant procède à sa propre analyse des obligations ou titres, non considérés comme des actions ordinaires. Il s'appuie également sur les notations des agences de notation sans se reposer exclusivement et mécaniquement sur celles-ci.

Jusqu'à 100% maximum de l'actif net en obligations ou titres, non considérés comme des actions ordinaires, émis par des émetteurs de la catégorie investment grade ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion et notés au minimum BBB- par Standard & Poor's ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion ainsi que dans une limite de 20% maximum de l'actif net en obligations ou titres émis par des émetteurs de la catégorie spéculative/high yield selon l'analyse de la société de gestion, ou notés en dessous de BBB- par Standard & Poor's ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion, ou non notés par une agence de notation. Les émissions ou titres spéculatifs/high yield ne pourront pas dépasser 50% de l'actif net du FCP. Jusqu'à 20% maximum de l'actif net en obligations convertibles et obligations convertibles contingentes.

Jusqu'à 75% maximum en obligations ou titres, non considérés comme des actions ordinaires, négociés en US Dollar ou Sterling. Le risque de change sera couvert de sorte que l'exposition de change n'excède pas 10% de l'actif.

### OPCVM :

OPCVM monétaires, monétaires court terme ou obligataires de droit français ou européens à hauteur de 10% maximum, s'ils investissent eux-mêmes moins de 10% de leur actif dans d'autres OPC.

Ces OPCVM peuvent être gérés par la société de gestion.

## 3. Instruments dérivés

- Nature des marchés d'intervention :

réglementés ;

organisés ;

de gré à gré,

- Risques sur lesquels gérant désire intervenir :

action ;  
 taux ;  
 change ;  
 crédit ;  
 autres risques.

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

couverture ;  
 exposition ;  
 arbitrage ;  
 autre nature.

- Nature des instruments utilisés :

futures :

sur actions et indices actions ;  
 sur taux ;  
 de change.

options :

sur actions et indices actions ;  
 sur taux ;  
 de change : uniquement sur les marchés organisés.

swaps :

swaps d'actions ;  
 swaps de taux : transformation de rémunération à taux fixe en rémunération à taux variable et inversement ;  
 swaps de change ;

change à terme ;

dérivés de crédit (les CDS sont limités à 20% de l'actif).

- Stratégie d'utilisation des dérivés pour atteindre l'objectif de gestion :

couverture partielle ou générale du portefeuille, de certains risques, titres ;  
 reconstitution d'une exposition synthétique à des actifs, à des risques ;  
 augmentation de l'exposition au marché sans effet de levier ;  
 maximum autorisé et recherché ;  
 autre stratégie,

#### 4. Titres intégrant des dérivés

Le gérant pourra investir dans les titres intégrant des dérivés suivants : produits structurés, dettes subordonnées, obligations convertibles et obligations convertibles contingentes (ces dernières à hauteur de 20% maximum de l'actif net).

#### 5. Dépôts :

Les opérations de dépôts peuvent être utilisées dans la gestion du FCP dans la limite de 10% de son actif.

#### 6. Emprunts d'espèces :

Le FCP peut faire appel aux emprunts d'espèces dans son fonctionnement dans la limite de 10% de son actif pour répondre à un besoin ponctuel de liquidités.

#### 7. Opérations d'acquisitions et cessions temporaires de titres :

Opérations d'acquisition et cession temporaires d'instruments financiers : limite 10%.

- 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 ;  
 autre nature (à préciser),

- 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 du FCP ;
  - contribution éventuelle à l'effet de levier du FCP ;
  - autre nature

Des informations complémentaires relatives à la rémunération figurent à la rubrique frais et commissions.

### **8. Information sur les garanties financières :**

Dans le cadre d'opérations d'acquisitions et cessions temporaires de titres et d'opérations sur dérivés négociés de gré à gré, et conformément à la position AMF 2013-06, le FCP peut recevoir à titre de collatéral des titres (tel que notamment des obligations ou titres émis(es) ou garanti(e)s par un Etat ou émis par des organismes de financement internationaux et des obligations ou titres émis par des émetteurs privés) de bonne qualité, ou des espèces.

Le collatéral espèces reçu est réinvesti conformément aux règles applicables.

L'ensemble de ces actifs devra être émis par des émetteurs de haute qualité, liquides, peu volatils, diversifiés et qui ne sont pas une entité de la contrepartie ou de son groupe.

Des décotes peuvent être appliquées au collatéral reçu ; elles prennent en compte notamment la qualité de crédit, la volatilité des prix des titres.

### **9. PROFIL DE RISQUE**

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

Le profil de risque de la Sicav est identique au profil de risque du Fonds-Maître.

#### **Risque de perte en capital :**

Il se peut que le FCP n'atteigne pas son objectif de performance. Aucune garantie ou protection du capital n'est attachée à ce FCP. L'investisseur est donc averti que son capital peut ne pas lui être restitué.

#### **Risque de taux :**

Il existe un risque d'une baisse de la valeur des obligations et autres titres et instruments de taux, et donc du portefeuille, qui peut être provoquée par une variation des taux d'intérêts.

#### **Risque de crédit :**

L'émetteur d'un titre obligataire peut être amené à faire défaut. Ainsi cette défaillance pourra faire baisser la valeur liquidative du FCP. Même dans le cas où aucun émetteur ne fait défaut, les variations des marges de crédit peuvent conduire la performance à être négative. Ces risques sont d'autant plus importants que la qualité de crédit de l'émetteur est basse.

La baisse de la valeur liquidative pourra être d'autant plus importante que le FCP sera investi dans des dettes relevant de la catégorie spéculative/high yield. Ce FCP doit être considéré comme en partie spéculatif en raison des investissements dans des titres dont la notation est basse. Ainsi, l'utilisation de titres spéculative/high yield pourra entraîner un risque de baisse de la valeur liquidative plus importante.

#### **Risque sur titres contingents ou subordonnés :**

La FCP peut être exposé sur des titres contingents ou subordonnés. Les dettes subordonnées et les obligations convertibles contingentes sont soumises à des risques spécifiques de non-paiement des coupons et de perte en capital selon certaines circonstances. Selon un certain seuil de solvabilité, appelé "trigger", l'émetteur peut ou doit suspendre le versement de ses coupons et/ou réduire le nominal du titre ou convertir ces obligations en actions. Nonobstant les seuils définis dans les prospectus d'émissions, les autorités de tutelle ont la possibilité d'appliquer de façon préventive ces règles si les circonstances l'exigent selon un seuil subjectif appelé "point de non-viabilité". Ces titres exposent les détenteurs à une perte totale ou partielle de leurs investissements à la suite de leur conversion en actions à un prix prédéterminé ou à l'application d'une décote prévue contractuellement dans les termes du prospectus d'émission, ou appliquée de façon arbitraire par une autorité de tutelle. Ces titres exposent également leurs détenteurs à des fluctuations potentiellement importantes de cours en cas de situation d'insuffisance de fonds propres ou de difficultés de l'émetteur.

#### **Risque de liquidité :**

Il s'agit de la difficulté ou de l'impossibilité de réaliser la cession de titres détenus en portefeuille en temps opportun et au prix de valorisation du portefeuille, en raison de la taille réduite du marché ou de l'absence de volume sur le marché où sont habituellement négociés ces titres.

#### **Risque actions :**

Le FCP pourra être soumis à des fluctuations importantes des sous-jacentes actions via des investissements possibles dans des obligations convertibles en actions. Le risque actions restera accessoire (inférieur à 10%).

**Risque de change :**

Le FCP peut investir dans des titres libellés dans des devises étrangères hors devise euro à hauteur de 75% maximum exclusivement sur les devises US Dollar et/ou Sterling. Le risque de change en résultant (non couvert) ne pourra excéder 10% de l'actif.

**Risque de contrepartie :**

Il s'agit du risque lié à l'utilisation par ce FCP d'instruments financiers à terme, de gré à gré, et/ou au recours à des opérations d'acquisitions et de cessions temporaires de titres.

Ces opérations conclues avec une ou plusieurs contreparties éligibles, exposent potentiellement le FCP à un risque de défaillance de l'une de ces contreparties pouvant la conduire à un défaut de paiement.

**Risque sur instruments dérivés :**

Le FCP peut s'exposer sous forme synthétique à des instruments de taux et/ou d'indices jusqu'à une fois son actif net. L'utilisation des produits dérivés sur marchés organisés et de gré à gré peut exposer à une forte variation à la hausse ou à la baisse de la valeur liquidative à travers les sous-jacents qui réagissent fortement aux fluctuations des marchés.

**10. GARANTIE OU PROTECTION**

Néant.

**11. SOUSCRIPTEURS CONCERNES ET PROFIL DE L'INVESTISSEUR TYPE**

Tous souscripteurs.

L'investisseur qui souscrit à cette Sicav souhaite s'exposer au travers du Fonds-Maître aux investissements sur les marchés internationaux de crédit.

Il est fortement recommandé aux souscripteurs de diversifier suffisamment leurs investissements afin de ne pas les exposer uniquement aux risques de cette Sicav.

Informations relatives aux investisseurs américains :

La Sicav n'est pas enregistrée en tant que véhicule d'investissement aux Etats-Unis et ses actions ne sont pas et ne seront pas enregistrées au sens du Securities Act de 1933 et, ainsi, elles ne peuvent pas être proposées ou vendues aux Etats-Unis à des Restricted Persons, telles que définies ci-après.

Les Restricted Persons correspondent à (i) toute personne ou entité située sur le territoire des Etats-Unis (y compris les résidents américains), (ii) toute société ou toute autre entité relevant de la législation des Etats-Unis ou de l'un de ses Etats, (iii) tout personnel militaire des Etats-Unis ou tout personnel lié à un département ou une agence du gouvernement américain situé en dehors du territoire des Etats-Unis, ou (iv) toute autre personne qui serait considérée comme une U.S. Person au sens de la Regulation S issue du Securities Act de 1933, tel que modifié.

**FATCA :**

En application des dispositions du *Foreign Account Tax Compliance Act* (« FATCA ») applicables à compter du 1er juillet 2014, dès lors que la Sicav investit directement ou indirectement dans des actifs américains, les capitaux et revenus tirés de ces investissements sont susceptibles d'être soumis à une retenue à la source de 30%.

Afin d'éviter le paiement de la retenue à la source de 30%, la France et les Etats-Unis ont conclu un accord intergouvernemental aux termes duquel les institutions financières non américaines (« foreign financial institutions ») s'engagent à mettre en place une procédure d'identification des investisseurs directs ou indirects ayant la qualité de contribuables américains et à transmettre certaines informations sur ces investisseurs à l'administration fiscale française, laquelle les communiquera à l'autorité fiscale américaine (« Internal Revenue Service »).

La Sicav, en sa qualité de *foreign financial institution*, s'engage à se conformer à FATCA et à prendre toute mesure relevant de l'accord intergouvernemental précité.

**Durée de placement recommandée :** La durée minimale de placement recommandée est identique à celle du Fonds-Maître, à savoir 3 ans minimum.

### 3. CHANGEMENTS INTERESSANT L'OPC

#### **CHANGEMENT INTERVENU AU COURS DE LA PERIODE ET A INTERVENIR**

##### **Mutation de la Sicav**

Le Conseil d'Administration de la société LAZARD FINANCIALS DEBT du 5 octobre 2015 a décidé de nommer un nouveau dépositaire et un nouveau valorisateur. CACEIS BANK France en lieu et place de Lazard Frères Banque pour la fonction dépositaire et CACEIS FUND ADMINISTRATION en lieu et place de Lazard Frères Gestion pour la fonction de valorisateur.

**Date d'effet : 23 novembre 2015.**

### 3. RAPPORT DE GESTION

#### RAPPORT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION A L'ASSEMBLEE GENERALE ORDINAIRE DU 5 JUILLET 2016

Mesdames, Messieurs,

Nous vous avons réunis en Assemblée Générale Ordinaire pour vous présenter le bilan et les comptes afférents à votre société pour l'exercice qui s'est déroulé du 31 mars 2015 au 31 mars 2016.

Durant cet exercice, l'actif net est passé de € 1 029 319,67 le 31 mars 2015 à € 331 275,54 le 31 mars 2016, le nombre d'actions en circulation étant de 320.

La valeur liquidative de € 1 083,49 le 31 mars 2015 est passée à € 1 035,23 le 31 mars 2016 ce qui correspond à une évolution de -4,45%.

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

La performance de l'indice sur la période est de : -0,16%.

#### Information relative aux mouvements du portefeuille sur la période :

##### À l'achat :

Isin	Libellé	Montant Net €
FR0011844034	FCP Objectif Credit Fi.-I-(3d)	41 681,64

##### À la vente :

Néant

#### ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE et POLITIQUE DE GESTION DU FCP MAITRE OBJECTIF CREDIT FI

##### ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

###### Introduction

La croissance mondiale est restée maussade au cours des douze derniers mois, ralentissant à +3,1% en 2015 selon les dernières estimations du FMI. Dans une large mesure, ce phénomène s'explique par la poursuite du fléchissement de l'activité dans les économies émergentes, imputable en partie à la baisse des cours des matières premières, au ralentissement en Chine, aux tensions géopolitiques et à des troubles internes dans un certain nombre de ces économies. Dans les pays avancés, la lente reprise s'est poursuivie, à la faveur de la consommation privée, même si la baisse des cours du pétrole n'a pas eu l'effet escompté. L'année écoulée a également été marquée par la divergence de politique monétaire entre les grandes banques centrales de la planète. Aux Etats-Unis, après sept ans de taux inchangés, la solidité de la croissance et les progrès accomplis sur le front de l'emploi ont permis à la Réserve Fédérale (Fed) de s'affranchir de la borne du zéro, en relevant la fourchette cible de son taux directeur de 25 points de base à 0,25%-0,50%. Dans la zone euro, la reprise s'est poursuivie, en dépit des incertitudes politiques. La Banque centrale européenne (BCE) a adopté une série de mesures visant à relancer l'inflation, dont un programme d'achat d'actifs de grande ampleur lui permettant d'acquérir des obligations publiques et des obligations d'entreprises non-financières bien notées. Au Japon, la dynamique d'activité est demeurée faible au cours de l'année passée. Pour atteindre son objectif d'inflation de 2%, la Banque du Japon a institué un taux d'intérêt négatif sur une partie des réserves excédentaires marginales des banques. En Chine, le rééquilibrage de l'économie a donné lieu à un ralentissement de la croissance. Afin qu'il ne soit pas trop brutal, la politique monétaire a été assouplie à plusieurs reprises. Le mécanisme de fixation du yuan a été modifié et la banque centrale a indiqué qu'elle piloterait dorénavant son évolution face à un

panier composé des devises des principaux partenaires commerciaux de l'économie chinoise. Dans les autres pays émergents, la croissance est restée robuste en Inde alors qu'elle a continué de se contracter au Brésil et en Russie.

Croissance du PIB en volume (%)	2014	2015 (e)	2016 (e)	2017 (e)
Monde	3,4	3,1	3,2	3,5
Pays avancés	1,8	1,9	1,9	2,0
Pays émergents	4,6	4,0	4,1	4,6
Zone euro	0,9	1,6	1,5	1,6
Etats-Unis	2,4	2,4	2,4	2,5
Japon	0,0	0,5	0,5	-0,1
Chine	7,3	6,9	6,5	6,2
Inde	7,2	7,3	7,5	7,5
Brésil	0,1	-3,8	-3,8	0,0
Russie	0,7	-3,7	-1,8	0,8

Perspectives économiques du FMI mises à jour en avril 2016

Les marchés d'actions ont enregistré une performance médiocre au cours des douze derniers mois, avec des épisodes de forte volatilité. Au deuxième trimestre, c'est le bras de fer entre la Grèce et ses créanciers qui a pesé sur le sentiment des investisseurs. Les marchés se sont rétablis en juillet quand la résolution de la crise est devenue probable mais les inquiétudes autour de la croissance chinoise, suite à la modification par la banque centrale de son régime de change, le 11 août, ont précipité une nouvelle chute. En septembre, le discours prudent de la Fed sur la situation de l'économie mondiale et le scandale Volkswagen en ont entraîné une autre. L'anticipation de nouvelles mesures de soutien par la BCE, à l'issue de sa réunion du 22 octobre, a permis un rebond remarquable, mais il s'est essouffé après que le nouveau paquet de mesures annoncé par Mario Draghi, le 3 décembre, a déçu les attentes très élevées des investisseurs, dans un contexte de recul des cours du pétrole.

Entre fin décembre et mi-février, les marchés actions mondiaux ont connu deux nouvelles phases de forte baisse, en partie annulées par la suite. Dans la première, ils ont évolué avec les cours du pétrole, même si la Chine a une nouvelle fois cristallisé les inquiétudes début janvier. Dans la seconde, les craintes relatives à une éventuelle entrée en récession des Etats-Unis, suite à la publication de statistiques décevantes, et à la santé des banques européennes ont dominé. Les investisseurs ont été préoccupés par l'exposition des banques au secteur de l'énergie et par leurs perspectives de bénéfices dans un environnement de baisse des taux. De bonnes statistiques économiques américaines, la remontée du pétrole et des banques centrales très accommodantes ont ensuite permis un fort rebond. Dans ce contexte, en devise locale, l'Eurostoxx a reculé de 14,9%, le Topix de 12,7%, le S&P 500 de 0,4% et l'indice MSCI des pays émergents libellé en dollars de 14,1% sur un an.

Les rendements à long terme des obligations d'Etat des pays sans risque se sont tassés au cours de l'année passée, évoluant dans une large mesure au gré des inquiétudes autour de la croissance mondiale et des anticipations de la politique monétaire de la Fed et de la BCE. Sur douze mois, le taux à 10 ans de l'Etat allemand s'est replié de 0,18% à 0,15% et le taux à 10 ans de l'Etat américain de 1,92% à 1,77%.

Les marges de crédit des pays périphériques par rapport à l'Allemagne se sont fortement resserrées en Grèce (-302 points de base), ont été stables en Italie et se sont écartées en Espagne (+25 points de base) ainsi qu'au Portugal (+128 points de base). Selon les indices Merrill Lynch, les marges de crédit des obligations privées de bonne qualité par rapport aux obligations d'Etat se sont élargies de 42 points de base pour atteindre 121 points de base. Le mouvement a été plus important pour les obligations à haut rendement, avec un écartement des marges de crédit de 106 points de base à 505 points de base.

En dépit de la divergence de politique monétaire entre la Fed et la BCE, l'euro s'est apprécié de 6,0% face au dollar. L'essentiel de la hausse a eu lieu en 2016, dans un contexte d'inquiétudes autour de la croissance américaine et de révisions en baisse des prévisions du taux des fonds fédéraux par la Réserve Fédérale. Face au yen, l'euro s'est déprécié de 0,6%.

Les prix du pétrole ont baissé rapidement durant l'été du fait de la résistance de l'offre aux Etats-Unis et dans les pays de l'OPEP mais aussi des perspectives de hausse de la production en Iran. Le prix du baril de Brent est remonté au-dessus de 50 USD entre la fin du mois d'août et le début du mois de novembre avant de chuter à nouveau pour toucher un point bas à la mi-janvier à 26 USD. Dans la perspective d'un accord entre les grands producteurs de pétrole, il est remonté pour atteindre 39 USD à la fin du mois de mars. Sur un an, le prix du baril de Brent a baissé de 27,4%.

### **Etats-Unis**

La croissance américaine a ralenti au second semestre pour atteindre +1,4% en rythme annualisé au T4 2015 (+2,0% sur un an), en partie du fait de la baisse des investissements dans le secteur pétrolier, d'un moindre stockage et de la faiblesse des exportations.

L'indice ISM du secteur manufacturier a poursuivi sa tendance baissière jusqu'à toucher un point bas à 48,0 au mois de décembre 2015. En mars 2016, il a atteint 51,8, en baisse de 0,5 point sur un an. L'indice ISM du secteur non-manufacturier a bien résisté jusqu'au T4 2015 avant de se replier. Il s'est établi à 54,5 en mars 2016, reculant de 2,4 points sur un an.

Le marché du travail est resté dynamique, en dépit du ralentissement de l'activité. En moyenne, sur les douze derniers mois, 223 000 emplois ont été créés dans le secteur privé, permettant une poursuite de la baisse du taux de chômage, qui a diminué de 5,5% en mars 2015 à 5,0% en mars 2016. La croissance des salaires a été quasiment stable, passant de +2,2% sur un an en mars 2015 à +2,3% sur un an en mars 2016.

La consommation des ménages est restée bonne mais n'a pas bénéficié pleinement des gains de pouvoir d'achat liés à la baisse des cours du pétrole, une partie de ces gains ayant été épargnés. Elle a augmenté de 2,8% sur un an en février. Dans le même temps, le taux d'épargne est passé de 4,9% du revenu disponible en mars 2015 à 5,4% en février 2016.

La reprise dans le secteur de la construction s'est poursuivie. Les permis de construire ont augmenté de 4,6% sur un an et les mises en chantier de 14,2%. La tendance est restée plus favorable sur les logements individuels que collectifs tandis que la confiance des constructeurs de maisons est demeurée bonne. Après un point haut à la fin de l'automne, l'indice NAHB s'est replié, tout en restant proche de son niveau le plus élevé dans ce cycle économique.

Dans le secteur résidentiel, les ventes de maisons neuves ont diminué jusqu'à l'automne mais elles se sont ensuite redressées. Sur un an, elles ont diminué de 6,1% au mois de février. Pour leur part, les ventes de logements dans l'ancien ont augmenté de 1,5% sur un an.

Les commandes de biens d'investissement hors défense et aviation ont baissé de 0,6% sur un an en février, pénalisées par les commandes dans les secteurs miniers et pétroliers qui ont reculé de 45,6% sur un an en raison de la baisse des cours des matières premières.

Le déficit commercial a été à peu près stable au cours de l'année passée, atteignant 47 milliards de dollars en février 2016. La tendance à la réduction du déficit de la balance pétrolière et au creusement du déficit hors pétrole s'est prolongée.

L'inflation a accéléré au cours des douze derniers mois. Elle est passée de -0,1% sur un an en mars 2015 à +0,9% en mars 2016 et de +1,8% sur un an à +2,2% hors énergie et alimentation.

A l'issue de sa réunion du 16 décembre, la Fed a revu à la hausse sa fourchette cible de taux des fonds fédéraux de 25 points de base à 0,25%-0,50%.

### **Zone euro**

La reprise économique dans la zone euro s'est poursuivie, en dépit d'une croissance plus faible au second semestre du fait d'un affaiblissement de l'environnement extérieur. Le PIB a progressé de 1,3% en rythme annualisé au T4 2015 (+1,6% sur un an). L'indice PMI composite pour l'ensemble de la zone euro a été à peu près stable sur les neuf premiers mois à un niveau cohérent avec une croissance proche de 2%. Il s'est dégradé au premier trimestre, pour atteindre 53,1 au mois de mars, en baisse de 0,9 point sur un an.

En Allemagne, les échanges extérieurs ont pesé sur la croissance au second semestre. Après s'être établie à +1,6% en rythme annualisé au T2 2015, elle a ralenti à +1,2% en rythme annualisé au T3 2015 et au T4 2015 (+1,3% sur un an).

L'indice PMI composite a cédé 1,4 point sur l'année pour atteindre 54,0 en mars 2016. Le taux de chômage est resté bas, se situant à 4,3% en février 2016, le plus faible niveau en Europe.

En France, l'investissement et le comportement de stockage ont soutenu la croissance au second semestre. Le PIB a été stable au T2 2015 puis il a progressé de 1,2% en rythme annualisé au T3 2015 et au T4 2015 (+1,4% sur un an). L'indice PMI composite a reculé de 2,4 points sur l'année pour atteindre 50,0 au mois de mars 2016. Le taux de chômage est demeuré élevé, passant de 10,3% en mars 2015 à 10,2% en février 2016.

En Italie, les échanges extérieurs et le comportement de stockage ont pesé sur l'activité au second semestre. La croissance est passée d'un rythme de +1,2% en rythme annualisé au T2 2015 à +0,8% au T3 2015 et a atteint +0,4% au T4 2015 (+1,0% sur un an). L'indice PMI composite a été stable sur un an et s'est établi à 52,4 en mars 2016. Le taux de chômage est resté élevé mais a diminué de 12,4% en mars 2015 à 11,7% en février 2016.

En Espagne, la croissance est restée forte, portée par une demande domestique vigoureuse. Elle a atteint +3,2% en rythme annualisé au T4 2015 (+3,5% sur un an). Le taux de chômage est demeuré élevé, à 20,4% en février 2016, mais a baissé de 2,4 points par rapport à son niveau de mars 2015. Les élections régionales en Catalogne se sont soldées par une victoire des partis indépendantistes qui ont obtenu la majorité absolue au parlement tandis que le résultat des élections législatives n'a pas permis de former un gouvernement. En Grèce, après la fermeture des banques pendant trois semaines et la mise en place de contrôles de capitaux, un troisième plan d'aide a finalement été entériné.

L'inflation sur un an dans la zone euro est restée faible, passant de -0,1% en mars 2015 à 0,0% en mars 2016 et de +0,6% à +1,0% hors énergie et alimentation.

A l'issue de sa réunion de décembre, la BCE a décidé d'étendre son programme d'achats d'actifs aux obligations émises par les administrations régionales et locales, d'allonger la durée de ce programme d'au moins six mois, jusqu'à fin mars 2017, et d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,30%. En mars, le taux de refinancement et le taux de la facilité marginale de prêt ont été abaissés de 5 points de base, à respectivement 0,00% et 0,25%, et le taux de dépôt de 10 points de base, à -0,40%. De plus, la BCE a augmenté ses achats mensuels de 20 milliards d'euros, à 80 milliards d'euros, ajouté à la liste des actifs éligibles les obligations d'entreprises non-financières bien notées et annoncé une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées.

## **Japon**

L'activité nipponne a été maussade sur les douze derniers mois. Le PIB a rebondi de 1,4% en rythme annualisé au T3 2015, après s'être contracté au T2 2015, mais l'activité a rechuté au T4 2015, de 1,1% en rythme annualisé (+0,7% sur un an). Cette baisse est dans large mesure imputable au repli de la consommation des ménages alors que l'investissement privé a été dynamique.

Le marché du travail est resté tendu. Le taux de chômage est demeuré très bas, passant de 3,4% en mars 2015 à 3,3% en mars 2016, et le nombre d'emplois à pourvoir par chômeurs très haut.

L'inflation sur un an a ralenti de +2,3% en mars 2015 à +0,3% en mars 2016 et de +2,1% à +0,8% hors énergie et alimentation en raison d'effets de base liés à la hausse de la TVA en avril 2014.

A l'issue de sa réunion du 29 janvier, la Banque du Japon a institué un taux d'intérêt négatif de 0,1% sur une partie des réserves excédentaires marginales des banques.

## **Chine**

Le rééquilibrage de l'économie chinoise vers la consommation et les services a donné lieu à un ralentissement progressif de la croissance qui a atteint +6,7% au T1 2016 contre +7,0% au T2 2015 sur un an. Le gouvernement a annoncé viser une croissance comprise entre 6,5% et 7,0% en 2016. La part du secteur secondaire dans le PIB a diminué de 42,2% à 40,0% entre le T2 2015 et le T1 2016 tandis que celle du secteur tertiaire a augmenté de 49,0% à 51,7%.

Sur la base des données d'activité mensuelles, la croissance de l'investissement s'est ralentie, passant de +13,2% en mars 2015 à +11,2% en mars 2016 sur un an, avec un fléchissement très net jusqu'à la fin du T3 2015. Le volume des ventes au détail a été plus stable, ralentissant à +9,8% en mars 2016.

Le secteur de l'immobilier a gagné en vigueur. La croissance des ventes de logements et des mises en chantier s'est accélérée pour atteindre respectivement +40,3% sur un an et +21,9% en mars 2016. L'investissement résidentiel s'est

redressé à partir de la fin d'année et les prix de l'immobilier ont augmenté de 7,4% sur un an en mars 2016 contre -4,4% en mars 2015.

L'excédent commercial cumulé sur les douze derniers mois a atteint un niveau record à 605,3 milliards de dollars en mars 2016.

La politique de change a été modifiée à deux reprises. Le 11 août, la banque centrale a indiqué que le yuan continuerait de s'échanger contre le dollar dans une bande de fluctuation de +/- 2% mais que la parité centrale autour de laquelle cette bande est calculée évoluerait en fonction du cours de la veille, et non plus par rapport à un cours prédéterminé. A la mi-décembre, quelques semaines après que le FMI a entériné l'entrée du yuan dans son panier des DTS, les autorités ont annoncé qu'elles piloteraient désormais l'évolution de leur monnaie face à un panier de devises et non plus face au seul dollar.

L'inflation a accéléré de +1,4% en mars 2015 à +2,3% en mars 2016 sur un an.

La banque centrale a abaissé son taux directeur de 100 points de base en quatre mouvements entre mars 2015 et mars 2016 et diminué le coefficient des réserves obligatoires à quatre reprises.

## **POLITIQUE DE GESTION**

### **Avril 2015**

Objectif Crédit Fi a vu sa Valeur Liquidative diminuer de -0,39% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont resserrés durant le mois d'avril. Les Tier 1 se resserrent de 20 bps à 355 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 4 bps à 221 bps et les dettes Senior de 4 bps pour terminer à 75 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se resserrent de 14 bps en OAS pour terminer à 457 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 19 bps sur le 10 ans et de 11 bp sur le 5 ans à 0,37% et 0,01% respectivement et une hausse de 3 bps sur le 2 ans à -0,22%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +3,35% vs +2,43% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,84% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 2,5% vs 2,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 1,6% pour le SUSI Tier 1.

Le "sell-off" des taux de fin avril où l'ensemble des courbes d'Etats ont monté de près de 20 bps en 2 jours sur la base d'aucune raison particulière, et malgré des données macro médiocres, fut l'un des principaux événements du mois. A l'opposé des facteurs techniques toujours très bien orientés puisque les achats de dettes souveraines réalisés par la BCE ont créé une situation d'émission nette négative en avril, le marché fut brutalement pris à contre-pied. La violence du mouvement a laissé la place à la pauvreté des explications de toutes parts sur le comment et le pourquoi d'un tel mouvement : l'explication la plus plausible étant celle d'importantes ventes de contrats futures dans un marché peu liquide, ventes réalisées par quelques investisseurs américains réputés. Une chose est certaine : les liquidités massives des investisseurs engendrées par le plan de QE de la BCE ne se sont pas retrouvées sur d'autres marchés puisque l'ensemble des actifs ou presque sont en baisse ce mois-ci.

Du côté des résultats des banques durant leur 1<sup>er</sup> trimestre d'activité, la faiblesse de la croissance des revenus est frappante. A l'exception des établissements tirant une partie de leurs revenus en \$ (évolution du taux de change favorable) et / ou des activités de marchés (trimestre particulièrement animé en volume d'émissions), les banques peinent à compenser le tassement de leurs marges par les volumes. Pour certaines, seuls les gains de trading (non-récurrents) permettent de maintenir des revenus stables ou en légère croissance. En revanche, les objectifs de ratios de capitalisation sont de nouveau revus toujours plus à la hausse.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €15 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€9 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €104 Mds en brut et -€20 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 3,8% et de 3,7% au call pour une sensibilité taux de 6,0 et crédit de 7,1. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Objectif Crédit Fi affiche un rendement estimé de 3,5%.

### **Mai 2015**

Objectif Crédit Fi a vu sa Valeur Liquidative diminuer de -0,34% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont légèrement écartés durant le mois de mai. Les Tier 1 s'écartent de 6 bps à 361 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 2 bps à 223 bps et les dettes Senior de 3 bps pour terminer à 79 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se resserrent de 11 bps en OAS pour terminer à 446 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 12 bps sur le 10 ans et une baisse de 1 bp sur le 5 ans à 0,48% et 0,00% respectivement et une stabilité sur le 2 ans à -0,22%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +3,00% vs +2,38% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,85% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 2,7% vs 2,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 1,5% pour le SUSI Tier 1.

La volatilité sur les taux d'Etats s'est poursuivie en début de mois avec un Bund touchant les 0,77% en séance, avant de revenir de façon plus lente pour terminer sous les 0,50% en fin de mois. Toujours les mêmes explications : peu de flux sur le Cash avec la BCE en arrière-plan qui achète et même a annoncé accélérer son plan d'achats d'actifs en prévision d'une moindre liquidité durant la période estivale, et des volumes conséquents sur les dérivés, notamment les Futures, principale source de remontée des taux depuis près de 2 mois désormais. Les arguments sur la question sont variés et peu homogènes globalement entre l'inflation, le pétrole, la remontée de la prime de terme ou des anticipations d'inflation et des taux réels.

La violence et la rapidité du mouvement sur les Taux a pris la plupart des investisseurs par surprise et à contre-pied après la "chasse aux rendements" et les émissions primaires longues (10 ans et +) des derniers mois. Être long en duration semble aujourd'hui être "passé de vogue", même si certains investisseurs institutionnels apprécient cette remontée des taux pour acheter à bon compte des Emprunts d'Etats sur le 15-20 ans ou du Crédit à 10 ans et plus.

Dans ce contexte de forte volatilité des taux et d'incertitudes autour de la "saga grecque", les émissions primaires de dettes subordonnées furent très limitées. De nombreux émetteurs ont dû reporter leurs projets d'émission en l'absence d'accalmie sur le front des Taux.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €23 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant +€8 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €131 Mds en brut et -€7 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,1% et de 4,0% au call pour une sensibilité taux de 5,2 et crédit de 8,5. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 3,8%.

### **Juin 2015**

Objectif Crédit Fi a vu sa Valeur Liquidative diminuer de -2,55% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous fortement écartés durant le mois de juin. Les Tier 1 s'écartent de 93 bps à 454 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 40 bps à 264 bps et les dettes Senior de 22 bps pour terminer à 100 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos s'écartent de 22 bps en OAS pour terminer à 468 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 28 bps sur le 10 ans et de 8 bps sur le 5 ans à 0,76% et 0,08% respectivement et une stabilité sur le 2 ans à -0,22%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +0,37% vs -0,05% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +2,32% pour le SUSI Tier I.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,0% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 1,9% pour le SUSI Tier I.

Trois thèmes ce mois-ci : Taux, Grèce et liquidité.

Le commentaire du mois passé pourrait pratiquement être repris mot à mot. Un début de mois compliqué par une brutale remontée des Taux, passés de 0,48% à 1,04% en une semaine sur le 10 ans allemand avant de revenir à 0,76% en fin de mois. Un contexte de très forte volatilité des Taux par conséquent, dans une liquidité très limitée, accentuée par l'approche de la fin de semestre et le peu de désir des investisseurs de s'engager du fait des incertitudes entourant les négociations sur la Grèce.

Le dossier grec accentua par conséquent la volatilité, au gré des rumeurs d'accord, puis démenties. Le Premier Ministre grec a finalement décidé de faire appel au vote des citoyens par référendum sur l'intérêt d'accepter ou non les propositions de la Troïka. La Grèce en soit n'est pas un sujet pour le secteur financier puisque les expositions sont aujourd'hui résiduelles et accessoires. C'est davantage le risque de contagion en cas de "Grexit" qui inquiète même si l'environnement macro en Europe est bien meilleur qu'en 2011-2012, les banques plus solides et les marchés soutenus par les achats d'actifs réalisés par la BCE.

Sur la liquidité, les mouvements erratiques de prix constatés sur certains segments de la dette subordonnée nous semblent exagérés. Nous avons ainsi pu constater des variations de prix parfois supérieures aux actions du même émetteur. Les titres les plus risqués (Cocos et Tier 1) ont le mieux résisté alors même que les dettes Tier 2 ou les subordonnées d'assurance ont énormément soufferts, non pour des raisons fondamentales ou des inquiétudes, mais pour des raisons techniques liées au positionnement des investisseurs sur ces deux compartiments et la difficulté des banques à se porter contrepartie et prendre du risque dans leurs portefeuilles de trading. Ces titres ont subi la double peine de la hausse des Taux et de l'écartement des spreads, corrélation rarement durablement positive.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €16 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€7 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €152 Mds en brut et -€10 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,4% et de 4,5% au call pour une sensibilité taux de 4,7 et crédit de 8,5. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%. Le fond a limité à 20% de l'actif net le poids maximum des obligations convertibles contingentes.

## **Juillet 2015**

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative progresser de +1,85% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous resserrés durant le mois de juillet. Les Tier 1 se resserrent de 20 bps à 434 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 20 bps à 244 bps et les dettes Senior de 8 bps pour terminer à 93 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont resserrés de 15 bps en OAS pour terminer à 454 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 12 bps sur le 10 ans et de 3 bps sur le 5 ans à 0,64% et 0,05% respectivement et une baisse sur le 2 ans à -0,23%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +2,23% vs +1,87% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,96% pour le SUSI Tier I.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,1% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,0% pour le SUSI Tier I.

Les mêmes thématiques qu'en juin ont été à l'oeuvre ce mois-ci, mais à l'envers. En juin, les spreads de crédit s'écartaient et les Taux montaient, corrélation positive contre-intuitive. En juillet, les spreads se sont resserrés et les Taux ont baissé, poursuivant ainsi leur corrélation positive mais dans l'autre sens.

La fin du suspense grec a grandement soulagé les investisseurs qui ont pu reprendre du risque dans un contexte de liquidité... estivale... et déjà contrainte par la légèreté des "books de trading" des banques. Le marché des dettes financières a ainsi "gappé" à la hausse, récupérant une grande partie de la correction de juin.

Les résultats des institutions financières, sauf rares exceptions, confirment l'amélioration de la conjoncture dans tous les pays d'Europe. Seule la volatilité des marchés durant le 2nd trimestre a laissé quelques traces, pénalisant parfois l'amélioration de la solvabilité de certains établissements, le stock de plus-values latentes ayant été réduit par le mouvement de remontée des Taux durant cette période.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €14 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€12 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €166 Mds en brut et -€22 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,4% et de 4,5% au call pour une sensibilité taux de 4,5 et crédit de 8,9. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%.

## **Août 2015**

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de 1,32% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières ont connu des comportements variables durant le mois d'août. Les Tier 1 se resserrent de 93 bps à 341 bps (vs Govt) du fait d'un important rebalancement d'indice, les Lower Tier 2 de 4 bps à 240 bps pour des raisons assez similaires et les dettes Senior s'écartent de 2 bps pour terminer à 95 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 21 bps en OAS pour terminer à 475 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 15 bps sur le 10 ans et de 8 bps sur le 5 ans à 0,80% et 0,13% respectivement et une hausse sur le 2 ans à -0,20%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +0,88% vs +1,25% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,86% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,0% vs 2,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,1% pour le SUSI Tier 1.

Malgré la résolution du dossier grec, le mois d'août fut plus agité que de coutume, impacté par la Chine et les craintes sur la croissance. Les mouvements sur les différentes classes d'actifs furent parfois brutaux, dans les deux sens.

Concernant la Chine, outre son opacité et les doutes sur la réalité de ses chiffres, le changement de régime de change vers un taux de change flottant mais sous contrôle, et la défense du marché actions par des interventions des autorités publiques, ont impacté le stock de réserves de change du pays qui aurait diminué de \$122 Mds durant le seul mois d'août, après avoir baissé de \$50 Mds en juillet selon Barclays. Cette baisse rapide n'est pas sans conséquence pour les Taux, qui, contrairement aux anticipations de l'été et l'aversion au risque que nous avons connu, ont monté. Paradoxe peu commun et en partie lié à ces flux, auxquels s'ajoutent les ventes de la Banque Centrale du Danemark et l'absence des fonds souverains via le recyclage des pétro-dollars, la rente pétrolière ayant disparue avec la chute des cours du brut.

Dans cet environnement, les spreads des dettes financières se sont écartés mais ont plutôt été assez défensifs eu égard aux mouvements connus sur les marchés actions. Certains établissements présents en Chine ou en Asie comme HSBC ou Standard Chartered ont davantage souffert, mais sans inquiéter outre mesure.

La baisse du prix du pétrole, conjuguée aux interrogations sur la croissance, rendent actuellement vaincs l'objectif de la BCE de faire converger le taux d'inflation vers les 2%. Son plan de QE a par conséquent de fortes chances d'être prolongé en durée et/ou augmenté dans sa composition et son ampleur mensuelle.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €6 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€8 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €175 Mds en brut et -€27 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,3% et de 4,4% au call pour une sensibilité taux de 4,4 et crédit de 8,2. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,1%.

### **Septembre 2015**

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de 1,81% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous écartés durant le mois. Les Tier 1 s'écartent de 12 bps à 353 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 42 bps à 282 bps et les dettes Senior de 17 bps pour terminer à 112 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 44 bps en OAS pour terminer à 519 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 21 bps sur le 10 ans et de 13 bps sur le 5 ans à 0,59% et -0,01% respectivement et une baisse sur le 2 ans à -0,25%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de -0,95% vs +0,03% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,97% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,1% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,1% pour le SUSI Tier 1.

Le mois de septembre et le 3<sup>ème</sup> trimestre 2015 auront été négatifs pour tous les actifs risqués dans leur ensemble. Aux craintes sur les émergents se sont ajoutés des craintes plus globales sur la croissance mondiale, révisée à la baisse. De multiples risques idiosyncrasiques (VW, Glencore, Abengoa...) ont achevé ce qui restait de confiance de la part des investisseurs, le tout dans un contexte de liquidité très limitée. Les actifs risqués avec des performances positives YTD sont rares.

Si nous prenons un peu de recul, nous pouvons cependant faire le constat suivant : les flux, plus que les fondamentaux, ont dirigé les spreads de crédit durant ce trimestre. Une croissance nominale faible, certes, mais positive, est suffisante pour le crédit. Le risque systémique est inexistant, aucune tension à signaler sur ce front en Europe. La liquidité est abondante, en témoigne les €600 Mds d'excédents de liquidité des banques de la zone Euro. La solvabilité des institutions financières continue de se renforcer, trimestre après trimestre. Quant aux valorisations, sur les niveaux de fin septembre, elles nous ramènent près de 2 ans en arrière. Les valorisations actuelles nous semblent aberrantes et attractives à horizon moyen terme.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €27 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€4 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €205 Mds en brut et -€27 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,4% et de 4,6% au call pour une sensibilité taux de 4,2 et crédit de 9,0. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%.

### **Octobre 2015**

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative augmenter de +2,23% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont dans l'ensemble resserrés durant le mois. Les Tier 1 s'écartent de 54 bps à 406 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 se resserrent de 36 bps à 246 bps et les dettes Senior de 13 bps pour terminer à 99 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont resserrés de 42 bps en OAS pour terminer à 477 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 7 bps sur le 10 ans et sur le 5 ans à 0,52% et -0,08% respectivement et une baisse de 6 bps sur le 2 ans à -0,32%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +1,26% vs +2,31% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,14% pour le SUSI Tier I.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,0% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,1% pour le SUSI Tier I.

Les mois se suivent... et ne se ressemblent pas. Octobre est donc l'opposé de septembre. Les valorisations aberrantes de fin septembre ont entraîné un fort rallye en début de mois, corrigeant 50 à 70% des excès du mois précédent. Le marché primaire s'est lentement réouvert et les nouvelles émissions, généreusement pricées, ont bien performé sur le secondaire : exactement l'inverse de septembre. Enfin, les propos très dovish de M. Draghi lors de sa conférence de presse ont accentué le rallye : la perspective offerte d'une baisse du taux de dépôt en territoire négatif (10 bps semblent attendus par le marché) et l'augmentation + l'allongement du plan d'achats d'actifs (€10-20 Mds attendus et allongement de 6-9 mois) ont été appréciés par les marchés. Les Taux européens ont fortement baissé à cette perspective, entraînant dans leur sillage les actifs risqués. La douche froide est venue des Etats-Unis, où la Fed a voulu faire remonter les anticipations de hausse des Taux, et a réaffirmé que décembre demeure une véritable option pour une 1ère hausse. L'effet immédiat fut une tension sur les Taux en général, mais également une hausse du \$ par rapport aux autres devises. Les données macro seront scrutées de près pour valider, ou non, décembre comme le mois de cette 1ère hausse des Taux. Quoiqu'il en soit, l'important demeure davantage le rythme (lent) et le point final (bas) du cycle de hausse des Taux américains.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €14 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€8 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €218 Mds en brut et -€36 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,5% et de 4,6% au call pour une sensibilité taux de 5,1 et crédit de 8,5. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,3%.

## **Novembre 2015**

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative augmenter de +1,13% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont dans l'ensemble resserrés. Les Tier I se resserrent de 26 bps à 380 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 6 bps à 239 bps et les dettes Senior de 7 bps pour terminer à 92 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont resserrés de 11 bps en OAS pour terminer à 467 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une baisse des rendements de 4 bps sur le 10 ans et de 10 bps sur le 5 ans à 0,47% et -0,18% respectivement et une baisse de 10 bps sur le 2 ans à -0,42%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +2,40% vs +3,31% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +4,44% pour le SUSI Tier I.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,1% vs 2,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,2% pour le SUSI Tier I.

Le mois de novembre fut essentiellement influencé par la perspective de détente future des conditions monétaires de la part de la BCE lors de sa réunion du 4 décembre. Les attentes sont élevées avec un marché ayant relevé ses anticipations de baisse du Taux de dépôt de -10 bps à -20 bps et une augmentation du plan d'achat d'actifs et dans sa durée, et dans sa magnitude mensuelle. La conséquence de ces anticipations fut une baisse de l'Euro, une baisse des Taux sur la partie courte et intermédiaire (0-5 ans) et des actifs risqués plutôt bien orientés.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €22 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€5 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €244 Mds en brut et -€38 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,4% et de 4,6% au call pour une sensibilité taux de 5,2 et crédit de 8,6. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 7 Lower Tier 2 callables sur 44 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Objectif Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%.

Nous avons changé de dépositaire / valorisateur depuis le 23 novembre dernier et sommes désormais chez CACEIS. Nous avons introduit le Swing Pricing et modifié les délais de règlement des souscriptions qui passent à J+2 et des rachats qui passent à J+3 (vs J+1 avant dans les deux cas). Nous avons également supprimé les commissions de mouvement sur les marchés à terme.

Le Fonds peut désormais investir jusqu'à 75% sur des titres en US\$ ou en Livre Sterling (vs 50% avant), l'exposition nette au risque de change demeurant inchangée à 10% maximum. Nous avons également la possibilité d'utiliser des CDS à hauteur de 20% du Fonds à des fins d'exposition ou de couverture.

## **Décembre 2015**

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de 1,23% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont dans l'ensemble écartés. Les Tier 1 se resserrent de 2 bps à 378 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 s'écartent de 8 bps à 248 bps et les dettes Senior de 2 bps pour terminer à 94 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 7 bps en OAS pour terminer à 474 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 16 bps sur le 10 ans et de 14 bps sur le 5 ans à 0,63% et -0,05% respectivement et une hausse de 7 bps sur le 2 ans à -0,35%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +1,14% vs +2,51% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +4,50% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,2% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,3% pour le SUSI Tier 1.

Compliqué. Tel fut le mois de décembre que rien n'a épargné, le tout dans un contexte de liquidité extrêmement réduite, fin d'année oblige. La BCE tout d'abord, a déçu les marchés, avec une baisse de 10 bps du taux de sa facilité de dépôt (vs 20 bps attendus) et un allongement de 6 mois de son plan d'achats d'actifs, porté à €1 500 Mds au total. Le marché attendait davantage, avec notamment une augmentation du rythme mensuel d'achats, potentiellement porté à €70 ou €80 Mds vs les €60 Mds actuels. Les taux ont fortement augmenté à la suite de ces annonces, prenant de nombreux investisseurs à revers. Les spreads se sont donc globalement écartés durant le mois, mouvement accentué par l'illiquidité du marché et l'annonce de fermeture d'un fonds crédit US positionné sur le Distressed et géré par Third Avenue.

A cela s'ajoute la baisse du Yuan et du pétrole qui se poursuit, des données macro somme toutes modérées et la Fed qui débute son cycle de remontée de ses taux courts par une hausse de 25 bps des Fed Funds à 0,25-0,50%.

Enfin, sur un plan plus micro, contre toute attente, Lloyds a finalement remporté une victoire en cour d'appel sur la possibilité de rembourser par anticipation d'anciennes structures Cocos : ces titres ont donc été pénalisés durant le mois. Pour conclure une année volatile et un mois compliqué, la Banque du Portugal a transféré des dettes Senior institutionnelles de Novo Banco vers la "bad bank" BES, créant un cas de "bail-in" sur de la dette Senior : ces titres ont perdu 80% dès le lendemain. Elle crée ainsi un précédent en ne plaçant pas sur un pied d'égalité tous les créanciers Senior.

Nous ne détenons aucune de ces dettes Senior de Novo Banco.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €9 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€33 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €258 Mds en brut et -€65 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,3% et de 4,6% au call pour une sensibilité taux de 4,8 et crédit de 8,3. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille,

hormis 7 Lower Tier 2 callables sur 44 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Objectif Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%.

Nous lançons une part en \$ hedgée du risque de change à compter du 5 janvier prochain.

### **Janvier 2016**

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de 1,88% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous fortement écartés. Les Tier 1 s'écartent de 111 bps à 489 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 s'écartent de 49 bps à 296 bps et les dettes Senior de 9 bps pour terminer à 103 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 54 bps en OAS pour terminer à 527 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 30 bps sur le 10 ans et de 27 bps sur le 5 ans à 0,33% et -0,31% respectivement et une baisse de 14 bps sur le 2 ans à -0,49%.

Sur 2016, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de -1,88% vs -0,72% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et -1,98% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,4% vs 2,7% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,6% pour le SUSI Tier 1.

En synthèse, et dans le désordre, citons parmi les inquiétudes des investisseurs durant le mois de janvier : la Chine, la croissance US, le Yuan, le pétrole, les banques italiennes et le projet de «Bad Bank», les pertes de Crédit Suisse et Deutsche Bank en 2015 (après provisionnement d'importants goodwill d'acquisitions datant de 1999 et 2000), les craintes autour de la capacité de Deutsche Bank de payer les coupons sur ses Tier 1 malgré la confirmation du management de sa volonté de le faire (et même de l'écrire dans la présentation annuelle)... Bref, toutes ces raisons auront eu vain de l'appétit des investisseurs à prendre du risque.

Étonnamment, les banques américaines (en 1<sup>ère</sup> ligne sur le pétrole de schiste et l'économie US) ou chinoises n'ont guère souffert durant le mois. En Europe, les indicateurs de risque systémiques sont extrêmement calmes.

Y-aurait-il autre chose alors ? Les ventes d'actifs de la part de fonds souverains du Moyen-Orient notamment, accompagnés par des « shorts » de Hedges Funds, face au mode « risk-off » des investisseurs européens doit certainement expliquer beaucoup de choses en réalité.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €24 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€8 Mds sur le mois.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,7% et de 5,4% au call pour une sensibilité taux de 5,3 et crédit de 6,3.

Nous avons lancé une part en \$ hedgée du risque de change depuis le 5 janvier dernier.

### **Février 2016**

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de -3,06% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous fortement écartés. Les Tier 1 s'écartent de 128 bps à 617 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 s'écartent de 38 bps à 335 bps et les dettes Senior de 18 bps pour terminer à 121 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 71 bps en OAS pour terminer à 597 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 22 bps sur le 10 ans et de 10 bps sur le 5 ans à 0,11% et -0,41% respectivement et une baisse de 8 bps sur le 2 ans à -0,57%.

Sur 2016, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de -4,89% vs -1,51% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et -4,32% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 4,1% vs 3,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 3,4% pour le SUSI Tier 1.

Les marchés ont débuté le mois de février de façon très négative, et plus particulièrement sur les dettes hybrides financières. Aux inquiétudes sur la macro se sont ajoutés des résultats globalement « peu étincelants » pour ne pas dire mauvais de la part des banques européennes. Deutsche Bank, Credit Suisse et Standard Chartered ont toutes trois été dans le rouge l'an passé. Aux réductions ou suppressions de paiement de dividendes aux actionnaires, les investisseurs ont commencé à craindre sur le paiement de leurs coupons sur les « Additional Tier 1 » mais également sur les « Legacy Tier 1 », le tout dans un contexte d'incertitude réglementaire exacerbé. Les mouvements en prix et en spreads ont par conséquent été violents ce mois-ci mais résultent davantage d'un marché très étroit et illiquide en mode « Risk-Off ». Des contraintes de liquidité sur des fonds ayant connu des rachats conséquents ont également pesé en début de mois.

Nous demeurons très constructifs sur la classe d'actifs car le risque systémique n'a pas augmenté d'un iota et a peu de chance de monter. Par conséquent, la probabilité de mouvements de marché plus violents causés par le secteur financier en particulier nous semble très réduite. Les prix actuels ainsi que les rendements de la plupart des titres des banques comme des assureurs nous semblent très attractifs, notamment dans un environnement de Taux durablement bas.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €21 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant +€7 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, les émissions brutes totalisent €48 Mds et les émissions nettes +€2 Mds.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,8% et de 5,5% au call pour une sensibilité taux de 5,4 et crédit de 6,3.

### **Mars 2016**

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative monter de +3,46% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous fortement resserrés. Les Tier 1 se resserrent de 105 bps à 512 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 42 bps à 293 bps et les dettes Senior de 17 bps pour terminer à 104 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont resserrés de 45 bps en OAS pour terminer à 552 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est légèrement aplatie durant le mois, avec une hausse des rendements de 5 bps sur le 10 ans et de 8 bps sur le 5 ans à 0,15% et -0,33% respectivement et une hausse de 8 bps sur le 2 ans à -0,49%.

Sur 2016, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de -1,59% vs +0,36% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et -1,55% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 4,4% vs 3,6% pour le SUSI Lower Tier 2 et 3,4% pour le SUSI Tier 1.

Le mois de mars fut en deux temps : un premier temps de rallye fort qui toucha son point haut quelques jours après l'annonce par la BCE de l'augmentation de €60 à €80 Mds et l'élargissement de son plan d'achat d'actifs sur les dettes d'entreprises, puis un deuxième temps de « consolidation » dans un marché languissant, marqué par la réouverture active du marché primaire (le mois de mars 2016 semble avoir été le 2<sup>ème</sup> mois le plus actif depuis 15 ans) et la désormais traditionnelle et saisonnière fin de trimestre durant laquelle les banques teneuses de marché sont absentes

Le 10 mars, le Parlement Européen a publié un communiqué de presse très explicite sur le cas des « Additional Tier 1 » demandant à la BCE et la Commission Européenne de réviser les règles afin de davantage « protéger » ces créanciers, rendre plus transparents et lisibles les risques qui pèsent sur ces instruments, mais aussi réduire les « rigidités qui pèsent sur ce segment de marché ». Cette annonce a de suite été reprise par la CE et la BCE et devrait connaître une suite favorable pour ces instruments complexes.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €31 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€0 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, les émissions brutes totalisent €83 Mds et les émissions nettes +€5 Mds.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,5% et de 4,9% au call pour une sensibilité taux de 5,4 et crédit de 6,1.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

**Principaux mouvements dans le portefeuille au cours de l'exercice**

Titres	Mouvements ("Devise de comptabilité")	
	Acquisitions	Cessions
OBJECTIF CREDIT FI PART I	20 840,82	0,00

## 4. INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

- **PROCEDURE DE SELECTION ET D'EVALUATION DES INTERMEDIAIRES ET CONTREPARTIES**

Les intermédiaires utilisés par la société de gestion sont sélectionnés sur la base de différents critères d'évaluation, parmi lesquels figurent la recherche, la qualité d'exécution et de dépouillement des ordres, l'offre de services. Le "Comité Broker" de la société de gestion valide toute mise à jour dans la liste des intermédiaires habilités. Chaque pôle de gestion (taux et actions) rend compte au minimum deux fois par an au Comité Broker de l'évaluation de la prestation de ces différents intermédiaires et de la répartition des volumes d'opérations traités.

- **EXERCICE DES DROITS DE VOTE**

Lazard Frères Gestion S.A.S. exerce les droits de vote attachés aux titres détenus dans les OPC dont il assure la gestion selon le périmètre et les modalités précisées dans la charte qu'il a établie concernant sa politique d'exercice du droit de vote. Ce document est mis à disposition des actionnaires sur simple demande écrite auprès de la société de gestion.

- **FRAIS DE NEGOCIATION**

Les frais de négociation sont perçus par LAZARD FRERES BANQUE. Ils ne sont pas soumis à une clé de répartition. Sur la période du 1 avril 2015 au 20 novembre 2015, ces frais sont perçus dans le cadre de la société en participation, qui assure entre LAZARD FRERES BANQUE et LAZARD FRERES GESTION S.A.S. la mise en commun de leurs moyens tendant à la gestion financière, à la gestion administrative et comptable, à la conservation des valeurs et à l'exécution des mouvements sur ces valeurs.

- **FRAIS D'INTERMEDIATION**

L'information concernant les frais d'intermédiation est consultable sur le site internet : [www.lazardfreresgestion.fr](http://www.lazardfreresgestion.fr).

- **COMMUNICATION DES CRITERES ENVIRONNEMENTAUX, SOCIAUX ET DE QUALITE DE GOUVERNANCE (ESG)**

La prise en considération de critères extra-financiers est au cœur de notre philosophie d'investissement actions ISR (Investissement Socialement Responsable). La philosophie même de notre gestion ISR repose sur une conviction forte : la performance économique de l'entreprise n'est durable que s'il y a prise en compte de certains facteurs extra-financiers. La valorisation du "capital humain" et la prévention de l'ensemble des risques environnementaux sont une assurance de la pérennité de la performance économique.

La qualité de la gouvernance d'entreprise est analysée pour toutes les sociétés dont les actions sont détenues par des OPC gérés par Lazard Frères Gestion, même s'il ne s'agit pas de portefeuilles développant spécifiquement une gestion ISR. Dans ce cadre, la Sicav LAZARD FINANCIALS Debt gérée par Lazard Frères Gestion prend en compte les critères de qualité de gouvernance, sans que ceux-ci ne soient nécessairement associés simultanément à des critères sociaux ou environnementaux.

L'information concernant les critères ESG est consultable sur le site internet : [www.lazardfreresgestion.fr](http://www.lazardfreresgestion.fr).

- **METHODE DE CALCUL DU RISQUE GLOBAL**

La méthode de calcul utilisée par l'OPC est celle du calcul de l'engagement.

- **INSTRUMENTS FINANCIERS EMIS OU GERES PAR UNE ENTITE DU GROUPE LAZARD**

L'information relative à ces instruments figure dans les comptes annuels de la Sicav.

- **AUTRES INFORMATIONS**

Le prospectus, les derniers documents annuels et périodiques ainsi que la composition de l'actif sont adressés dans un délai de huit jours ouvrés sur simple demande écrite auprès de :

Lazard Frères Gestion SAS  
25, rue de Courcelles  
75008 Paris.

Le prospectus est disponible sur le site [www.lazardfreresgestion.fr](http://www.lazardfreresgestion.fr)

**Désignation d'un point de contact :**

Relations Extérieures – du lundi au vendredi de 9 h à 17 heures.

Tél. : 01.44.13.01.79

où des explications supplémentaires peuvent être obtenues si nécessaire.

## LAZARD FINANCIALS DEBT

Société d'Investissement à Capital Variable

121, boulevard Haussmann  
75008 Paris

---

### RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES SUR LES COMPTES ANNUELS

Exercice clos le 31 mars 2016

---

En exécution de la mission qui nous a été confiée , nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 mars 2016, sur :

- le contrôle des comptes annuels de la SICAV LAZARD FINANCIALS DEBT établis en euros, tels qu'ils sont joints au présent rapport,
- la justification de nos appréciations,
- les vérifications et informations spécifiques prévues par la loi.

Les comptes annuels ont été arrêtés par le conseil d'administration. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

#### 1. OPINION SUR LES COMPTES ANNUELS

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

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

LAZARD FINANCIALS DEBT

## 2. JUSTIFICATION DES APPRECIATIONS

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous vous informons que les appréciations auxquelles nous avons procédé ont notamment porté sur le respect des principes et méthodes comptables applicables aux OPC.

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

## 3. VERIFICATIONS ET INFORMATIONS SPECIFIQUES

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

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

Neuilly-sur-Seine, le 20 juin 2016

Le Commissaire aux Comptes

Deloitte & Associés



Olivier GALIENNE

## 6. COMPTES ANNUELS

- **BILAN en EUR**

### ACTIF

	31/03/2016	31/03/2015
<b>Instruments financiers</b>	<b>323 701,90</b>	<b>1 026 180,87</b>
<b>OPC Maître</b>	<b>323 701,90</b>	<b>1 026 180,87</b>
<b>Instruments financiers à terme</b>		
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé		
Autres opérations		
<b>Créances</b>	<b>6 410,30</b>	<b>1 188,42</b>
<b>Opérations de change à terme de devises</b>		
<b>Autres</b>	<b>6 410,30</b>	<b>1 188,42</b>
<b>Comptes financiers</b>	<b>1 389,06</b>	<b>1 951,79</b>
<b>Liquidités</b>	<b>1 389,06</b>	<b>1 951,79</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>331 501,26</b>	<b>1 029 321,08</b>

## PASSIF

	31/03/2016	31/03/2015
<b>Capitaux propres</b>		
<b>Capital</b>	315 318,53	1 029 633,50
<b>Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)</b>		
<b>Report à nouveau (a)</b>		
<b>Plus et moins-values nettes de l'exercice (a, b)</b>	16 138,76	
<b>Résultat de l'exercice (a, b)</b>	-181,75	-313,83
<b>Total des capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)</b>	<b>331 275,54</b>	<b>1 029 319,67</b>
<b>Instruments financiers</b>		
<b>Instruments financiers à terme</b>		
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé		
Autres opérations		
<b>Dettes</b>	225,72	1,41
<b>Opérations de change à terme de devises</b>		
<b>Autres</b>	225,72	1,41
<b>Comptes financiers</b>		
<b>Concours bancaires courants</b>		
<b>Emprunts</b>		
<b>Total du passif</b>	<b>331 501,26</b>	<b>1 029 321,08</b>

(a) Y compris comptes de régularisation

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

- **HORS BILAN en EUR**

	31/03/2016	31/03/2015
<b>Opérations de couverture</b>		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		
<b>Autres opérations</b>		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		

• **COMPTE DE RÉSULTAT en EUR**

	31/03/2016	31/03/2015
<b>Produits sur opérations financières</b>		
Produits sur dépôts et sur comptes financiers		
Produits sur actions et valeurs assimilées		
Produits sur obligations et valeurs assimilées		
Produits sur titres de créances		
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Produits sur instruments financiers à terme		
Autres produits financiers		
<b>Total (1)</b>		
<b>Charges sur opérations financières</b>		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Charges sur instruments financiers à terme		
Charges sur dettes financières		
Autres charges financières		
<b>Total (2)</b>		
<b>Résultat sur opérations financières (1 - 2)</b>		
Autres produits (3)		
Frais de gestion et dotations aux amortissements (4)	225,72	151,33
<b>Résultat net de l'exercice (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)</b>	<b>-225,72</b>	<b>-151,33</b>
Régularisation des revenus de l'exercice (5) Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (6)	43,97	-162,50
<b>Résultat (1 - 2 + 3 - 4 + 5 + 6)</b>	<b>-181,75</b>	<b>-313,83</b>

### REGLES ET METHODES COMPTABLES

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

Les principes généraux de la comptabilité s'appliquent :

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

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

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

#### **Règles d'évaluation des actifs**

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

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

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

#### **OPC détenus :**

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

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

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

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

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

#### **Les swaps :**

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

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

Les autres swaps sont évalués à leur valeur de marché ou à une valeur estimée selon les modalités arrêtées par le Conseil d'Administration.

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

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

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

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

### **Frais de gestion**

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

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

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

Les frais de gestion n'incluent pas les frais de transaction.

Le taux appliqué sur la base de l'actif net hors OPCVM de la société de gestion est de 0,05%.

### **Affectation des sommes distribuables**

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

Les sommes distribuables sont constituées par :

#### **Le résultat :**

Le résultat net de l'exercice est égal au montant des intérêts, arrérages, primes et lots, dividendes, jetons de présence et tous autres produits relatifs aux titres constituant le portefeuille, majorés du produit des sommes momentanément disponibles et diminué du montant des frais de gestion et de la charge des emprunts.

Il est augmenté du report à nouveau et majoré ou diminué du solde du compte de régularisation des revenus.

#### **Les Plus et Moins-values :**

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

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

<b>Sommes Distribuables</b>	
Affectation du résultat net	Capitalisation
Affectation des plus ou moins-values nettes réalisées	Capitalisation

• **EVOLUTION DE L'ACTIF NET en EUR**

	<b>31/03/2016</b>	<b>31/03/2015</b>
<b>Actif net en début d'exercice</b>	<b>1 029 319,67</b>	<b>300 000,00</b>
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'OPC)	1 543 012,20	689 331,50
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'OPC)	-2 206 927,50	
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	15 250,09	
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers		
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme		
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme		
Frais de transactions	-120,00	
Différences de change		
Variations de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	-49 033,20	40 139,50
Différence d'estimation exercice N	-8 893,70	40 139,50
Différence d'estimation exercice N-I	-40 139,50	
Variations de la différence d'estimation des instruments financiers à terme		
Différence d'estimation exercice N		
Différence d'estimation exercice N-I		
Distribution de l'exercice antérieur sur plus et moins-values nettes		
Distribution de l'exercice antérieur sur résultat		
Résultat net de l'exercice avant compte de régularisation	-225,72	-151,33
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur plus et moins-values nettes		
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur résultat		
Autres éléments		
<b>Actif net en fin d'exercice</b>	<b>331 275,54</b>	<b>1 029 319,67</b>

• **VENTILATION PAR NATURE JURIDIQUE OU ECONOMIQUE DES INSTRUMENTS FINANCIERS**

	Montant	%
<b>Hors-bilan</b>		
<b>Opérations de couverture</b>		
Actions		
<b>TOTAL Opérations de couverture</b>		
<b>Autres opérations</b>		
Actions		
<b>TOTAL Autres opérations</b>		

• **VENTILATION PAR NATURE DE TAUX DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN**

	Taux fixe	%	Taux variable	%	Taux révisable	%	Autres	%
<b>Hors-bilan</b>								
Opérations de couverture								
Autres opérations								

- **VENTILATION PAR MATURITE RESIDUELLE DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN**

	< 3 mois	%	]3 mois - 1 an]	%	]1 - 3 ans]	%	]3 - 5 ans]	%	> 5 ans	%
<b>Hors-bilan</b>										
Opérations de couverture										
Autres opérations										

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

- **VENTILATION PAR DEVISE DE COTATION OU D'EVALUATION DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN**

	Montant		%		Montant		%		Autres devises	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
<b>Actif</b>										
OPC Maître										
Créances										
Comptes financiers										
<b>Passif</b>										
Dettes										
Comptes financiers										
<b>Hors-bilan</b>										
Opérations de couverture										
Autres opérations										

- **CRÉANCES ET DETTES : VENTILATION PAR NATURE**

	Nature de débit/crédit	31/03/2016
Créances	Autres créances	6 410,30
<b>Total des créances</b>		<b>6 410,30</b>
Dettes	Frais de gestion	225,72
<b>Total des dettes</b>		<b>225,72</b>

- **NOMBRE DE TITRES ÉMIS OU RACHETÉS**

	En actions	En montant
Actions souscrites durant l'exercice	1 420,000	1 543 012,20
Actions rachetées durant l'exercice	-2 050,000	-2 206 927,50
Solde net des souscriptions/rachats	-630,000	-663 915,30

- **COMMISSIONS DE SOUSCRIPTION ET/OU RACHAT**

	En montant
Total des commissions acquises	
Commissions de souscription acquises	
Commissions de rachat acquises	

- **FRAIS DE GESTION**

	31/03/2016
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	225,72
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,05
Frais de gestion variables	
Rétrocessions des frais de gestion	

- **ENGAGEMENTS RECUS ET DONNÉS**

**Garanties reçues par l'OPC**

Néant.

**Autres engagements reçus et/ou donnés**

Néant.

- **VALEUR ACTUELLE DES TITRES FAISANT L'OBJET D'UNE ACQUISITION TEMPORAIRE**

	31/03/2016
Titres pris en pension livrée	
Titres empruntés	

- **VALEUR ACTUELLE DES TITRES CONSTITUTIFS DE DÉPOTS DE GARANTIE**

	31/03/2016
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	

- **INSTRUMENTS FINANCIERS DU GROUPE DÉTENUS EN PORTEFEUILLE**

	Code Isin	Libellés	31/03/2016
Actions			
Obligations			
TCN			
OPC			323 701,90
	FR0011844034	OBJECTIF CREDIT FI PART I	323 701,90
Instruments financiers à terme			

- **TABLEAU D'AFFECTATION DE LA QUOTE-PART DES SOMMES DISTRIBUABLES AFFÉRENTE AU RÉSULTAT**

	31/03/2016	31/03/2015
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Report à nouveau		
Résultat	-181,75	-313,83
<b>Total</b>	<b>-181,75</b>	<b>-313,83</b>
<b>Affectation</b>		
Distribution		
Report à nouveau de l'exercice		
Capitalisation	-181,75	-313,83
<b>Total</b>	<b>-181,75</b>	<b>-313,83</b>

- **TABLEAU D'AFFECTATION DE LA QUOTE-PART DES SOMMES DISTRIBUABLES AFFÉRENTE AUX PLUS ET MOINS-VALUES NETTES**

	31/03/2016	31/03/2015
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées		
Plus et moins-values nettes de l'exercice	16 138,76	
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice		
<b>Total</b>	<b>16 138,76</b>	
<b>Affectation</b>		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	16 138,76	
<b>Total</b>	<b>16 138,76</b>	

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

	<b>31/03/2015</b>	<b>31/03/2016</b>
<b>Actif net Global en EUR</b>	<b>1 029 319,67</b>	<b>331 275,54</b>
Actif net en EUR	1 029 319,67	331 275,54
Nombre de titres	950,000	320,000
Valeur liquidative unitaire en EUR	1 083,49	1 035,23
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR		50,43
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	-0,33	-0,56

- **INVENTAIRE en EUR**

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
<b>Organismes de placement collectif</b>				
<b>Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations non cotés</b>				
<b>FRANCE</b>				
OBJECTIF CREDIT FI PART I	EUR	314,408	323 701,90	97,71
<b>TOTAL FRANCE</b>			<b>323 701,90</b>	<b>97,71</b>
<b>TOTAL Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations non cotés</b>			<b>323 701,90</b>	<b>97,71</b>
<b>TOTAL Organismes de placement collectif</b>			<b>323 701,90</b>	<b>97,71</b>
<b>Créances</b>			<b>6 410,30</b>	<b>1,94</b>
<b>Dettes</b>			<b>-225,72</b>	<b>-0,07</b>
<b>Comptes financiers</b>			<b>1 389,06</b>	<b>0,42</b>
<b>Actif net</b>			<b>331 275,54</b>	<b>100,00</b>
<b>LAZARD FINANCIALS DEBT C2</b>	<b>EUR</b>	<b>320,000</b>	<b>1 035,23</b>	

## 8. RESOLUTIONS

### **LAZARD FINANCIALS DEBT**

Société d'Investissement à Capital Variable  
Siège social : 121, boulevard Haussmann, 75008 Paris  
803 667 385 RCS PARIS

### **RESOLUTION D'AFFECTATION DES SOMMES DISTRIBUABLES PROPOSÉE A L'ASSEMBLEE GENERALE ORDINAIRE DU 5 JUILLET 2016**

#### **EXERCICE CLOS LE 31 MARS 2016**

#### **Deuxième résolution**

L'Assemblée Générale approuve les sommes distribuables de l'exercice qui s'élèvent à :

**-181,75 €**      somme distribuable afférente au résultat  
**16 138,76 €**    somme distribuable afférente aux plus et moins-values nettes

et affecte ces sommes au capital social conformément à l'article 28 des statuts de la société.