

SICAV de droit français

NORDEN

RAPPORT ANNUEL

au 31 mars 2020

Société de Gestion : Lazard Frères Gestion SAS

Dépositaire : Lazard Frères Banque

Commissaire aux comptes : PriceWaterhouseCoopers Audit

Lazard Frères Gestion SAS - 25 rue de Courcelles - 75008 - Paris

SOMMAIRE

1. Caractéristiques de l'OPC	3
2. Changements intéressant l'OPC	7
3. Rapport de gestion	10
4. Informations réglementaires	17
5. Certification du Commissaire aux Comptes	23
6. Comptes de l'exercice	30

I. CARACTERISTIQUES DE L'OPC

• FORME JURIDIQUE

Sicav à Conseil d'Administration de droit français.

• CLASSIFICATION

Actions Internationales.

• MODALITES D'AFFECTATION 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 mentionnées aux 1) et 2) peuvent être capitalisées et/ou distribuées et/ou reportées, en tout ou partie, indépendamment l'une de l'autre.

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

• OBJECTIF DE GESTION

L'objectif de gestion vise à obtenir sur la durée de placement recommandée de 5 ans une performance nette de frais supérieure à celle de l'indicateur de référence suivant : MSCI Nordic Countries. L'indicateur de référence est exprimé en EUR. Les dividendes ou coupons nets sont réinvestis.

• INDICATEUR DE REFERENCE

L'indice MSCI Nordic Countries représente l'évolution des marchés actions des pays nordiques (Suède, Danemark, Norvège, Finlande).

Les données sont disponibles sur : www.msci.com

• STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

1. Stratégies utilisées

L'investissement du capital de l'entreprise à un taux de rentabilité supérieur à son coût reflète sa performance économique. La performance boursière sur longue période vient témoigner de cette performance. La stratégie mise en œuvre dans la Sicav repose donc sur :

- L'identification des entreprises présentant le meilleur profil de performance économique.
- La validation de cette performance : diagnostic financier, fondement stratégique.
- La sélection des titres de ces entreprises en fonction de la sous-évaluation de cette performance par le marché à un instant donné.
- La construction d'un portefeuille concentré sur 35-60 titres de grandes et moyennes entreprises scandinaves, sans contraintes sectorielles et présentant une bonne liquidité.

La recherche du meilleur couple performance économique/évaluation de l'entreprise pourra conduire à des divergences fortes entre la performance de la Sicav, sa composition sectorielle et/ou géographique et celles de la classe d'actif sous-jacente que sont les grandes et moyennes capitalisations des quatre pays nordiques de la zone.

2. Actifs (hors dérivés intégrés)

Actions :

Actions émises par des sociétés de toutes tailles de capitalisations cotées et/ou domiciliées dans l'un des quatre pays nordiques (Suède, Norvège, Danemark, Finlande) à hauteur de 75% minimum de l'actif net (dont 20% maximum de l'actif net en actions de petites capitalisations, soit directement, soit via des OPC spécialisés).

Titres de créances et instruments du marché monétaire :

- Obligations émises par des sociétés de toutes tailles de capitalisations des quatre pays nordiques (Suède, Norvège, Danemark, Finlande) à hauteur de 10% maximum.

- Titres de créance et instruments du marché monétaire à hauteur de 10% maximum, principalement des Bons du Trésor français et des pays scandinaves et des BTAN.

OPC :

- OPCVM monétaires, monétaires court terme, de droit français, OPCVM ou FIA de droit français ou étrangers respectant les quatre critères de l'article R.214-13 du Comofi, à hauteur de 10% maximum de l'actif net.

- L'investissement est uniquement réalisé dans des OPC qui n'investissent pas eux-mêmes plus de 10% de leur actif dans d'autres OPC.

Ces OPC 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

• Nature des instruments utilisés :

futures :

- sur actions et indices actions
- sur taux : risque de taux
- de change : couverture du risque de devises

options :

- sur actions et indices actions actions
- sur taux
- de change

swaps :

- swaps d'actions
- swaps de taux
- swaps de change

change à terme : couverture du risque de devises

dérivés de crédit

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

- couverture partielle ou générale du portefeuille
- 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

L'acquisition de ces titres ne rentre pas dans la stratégie de gestion de la Sicav. Toutefois, le gérant pourra investir dans tous titres intégrant des dérivés permis par le programme d'activité de la société de gestion, notamment des warrants, des bons ou des droits détenus à la suite d'opérations affectant les titres en portefeuille.

5. Dépôts :

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

6. Emprunts d'espèces :

La Sicav 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 :

Néant.

8. Information sur les garanties financières :

Dans le cadre d'opérations sur dérivés négociés de gré à gré, conformément à la position AMF 2013-06, la Sicav 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

- **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.

La Sicav, classée « Actions Internationales », comporte principalement des risques liés à ses investissements sur les marchés « Actions » des pays nordiques (Suède, Danemark, Norvège, Finlande).

Risque en capital : La Sicav ne bénéficie d'aucune garantie ni protection. Il se peut donc que le capital initialement investi ne soit pas intégralement restitué.

Risque lié aux marchés actions : Les variations des marchés actions peuvent entraîner des variations importantes de la valeur liquidative pouvant avoir un impact négatif significatif sur la performance pendant une période non définie. Ainsi, en cas de baisse des marchés actions, la valeur liquidative de la Sicav est susceptible de diminuer.

En outre, sur les marchés de petites et moyennes capitalisations, le volume des titres cotés en Bourse est réduit, les mouvements de marchés à la baisse est plus rapide que sur les grandes capitalisations. La valeur liquidative de la Sicav peut donc baisser rapidement et fortement.

Risque de change : L'investissement sur le marché des actions des pays nordiques se caractérise par une exposition au risque de change par rapport à la devise comptable du portefeuille et peut avoir un impact négatif sur la valeur liquidative de la Sicav. Ainsi, en cas de baisse du taux de change euro, la valeur liquidative de la Sicav est susceptible de diminuer.

Risque de contrepartie : Il s'agit du risque lié à l'utilisation par cette Sicav d'instruments financiers à terme, de gré à gré.

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

Risque de taux : Le risque de taux est le risque de variation des taux d'intérêt qui a un impact sur les marchés obligataires. A titre d'exemple le prix d'une obligation tend à évoluer dans le sens inverse des taux d'intérêt.

La Sicav est principalement investie en actions, le risque de taux est donc peu significatif. Toutefois, l'attention des investisseurs est attirée sur le fait que le cours des actions peut être indirectement impacté par l'évolution des taux d'intérêt.

Garantie ou protection :

Néant.

• **SOUSCRIPTEURS CONCERNES ET PROFIL DE L'INVESTISSEUR TYPE**

Tous souscripteurs et plus particulièrement les investisseurs institutionnels recherchant une exposition au risque « actions ».

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

Information relative 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.

Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans cette Sicav dépend de la situation personnelle de l'investisseur. Pour le déterminer, il doit tenir compte de son patrimoine personnel, de ses besoins actuels et de la durée de placement recommandée, mais également de sa capacité à prendre des risques, ou, au contraire, à privilégier un investissement prudent.

Durée de placement recommandée : 5 ans minimum.

2. CHANGEMENTS INTERESSANT L'OPC

Néant.

Section sur le gouvernement d'entreprise (RGE)

I. Liste des mandats

Noms des Administrateurs	Nombre de mandats	Liste des mandats et fonctions
M. François-Marc Durand <i>Président de Lazard Frères Gestion SAS</i>	4	<ul style="list-style-type: none">▪ Président Directeur Général de la Sicav Norden▪ Administrateur dans les Sicav :<ul style="list-style-type: none">○ Lazard Small Caps Euro○ Lazard Credit Opportunities○ Lazard Alpha Allocation
M. François Voss	2	<ul style="list-style-type: none">▪ Président du Conseil d'Administration de la Sicav Lazard Patrimoine Croissance▪ Administrateur de la Sicav Norden
Mme Monica Nescaut <i>Associé-Gérant de Lazard Frères Gestion SAS</i>	4	<ul style="list-style-type: none">▪ Administrateur dans les Sicav :<ul style="list-style-type: none">○ Norden○ Lazard Small Caps Euro○ Lazard Credit Opportunities○ Lazard Equity SRI

II. Conventions visées à l'article L225-37-4 al.2 du code de commerce

La sicav n'a pas été informée de la conclusion de conventions relevant de l'article L225-37-4 al.2 du code de commerce au cours de l'exercice clos le 31 mars 2020.

III. Tableau récapitulatif des délégations en cours de validité accordées par l'assemblée générale visées à l'article L225-37-4 al.3 du code de commerce

Aucune délégation relevant de l'article L225-37-4 al.3 du code de commerce n'a été accordée, ni ne s'est poursuivie au cours de l'exercice clos le 31 mars 2020.

IV. Choix de la modalité d'exercice de la direction générale

Le Conseil d'Administration a opté pour la non dissociation des fonctions de Président du Conseil d'Administration et de Directeur Général.

Jetons de présence proposés aux membres du Conseil d'Administration par la Sicav NORDEN au titre de l'exercice au 31 mars 2020

Membres du Conseil d'Administration	Montant des jetons de présence versé par la Sicav
M. François-Marc Durand Président de Lazard Frères Gestion SAS	0
Fonds de Garantie des assurances obligatoires de dommages (*) Représenté par M. Fabrice Zamboni	0
Lazard Frères Gestion SAS Représentée par M. Jean-Jacques de Gournay Associé-Gérant de Lazard Frères Gestion SAS	0
M. François Voss	0
OCIRP Représenté par M. Julien Le Louët	€ 1.800
SOFIPROTEOL (*) Représenté par M. Aymeric Mongeaud	0
IRP AUTO Prévoyance Santé Représenté par Mme Agnès Canarelli	€ 1.800
Valorey Finance Représentée par M. Henry Masdevall	€ 1 800
Mme Monica Nescaut Associé-Gérant de Lazard Frères Gestion SAS	0
IRC Alliance Professionnelle Retraite ARRCO Représentée par M. Frédéric Alexan	€ 1.800
CAMACTE représentée par M. Marc Wendling	€ 1.800

(*) Démission

3. RAPPORT DE GESTION

« A la date d'établissement du rapport de gestion et dans le contexte d'incertitude lié à la crise sanitaire du Covid-19, à l'exception de l'utilisation du swing pricing pour certains Fonds obligataires, il n'a pas été rencontré les événements listés ci-dessous, qui remettrait en cause la continuité d'exploitation :

- des événements significatifs intervenus au cours de l'exercice tels que des changements dans les modalités d'application des méthodes comptables (mise en œuvre de valorisation sous modèle, activation de gates, suspension de VL).
- d'autres éléments tels que des informations relatives aux situations éventuelles de suspension des souscriptions/rachats, de liquidation de fonds ou de création d'un fonds de cantonnement ».

PERFORMANCE

La performance de l'OPC sur la période est de : -15,39%.

La performance passée ne préjuge pas des résultats futurs de l'OPC et n'est pas constante dans le temps.

La performance de l'indice sur la période est de : -7,84%.

ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE

Économie

L'année 2019 aura été marquée par un ralentissement synchronisé de l'économie mondiale, surtout du secteur manufacturier. Plusieurs facteurs ont pesé, en particulier les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, les incertitudes politiques en Europe, les problèmes spécifiques au secteur de l'automobile et des facteurs propres à certains grands pays émergents. Face au ralentissement de la croissance et à la montée des risques, les grandes banques centrales de la planète ont fait le choix d'assouplir leur politique monétaire. La Fed a baissé ses taux d'intérêt à plusieurs reprises, la BCE a annoncé un paquet de mesures accommodantes, dont une baisse du taux de dépôt et un redémarrage de ses achats d'actifs, la Banque centrale de Chine a diminué le coefficient des réserves obligatoires pour les banques. Sur cette toile de fonds, les marchés d'actions ont connu une trajectoire heurtée et les rendements obligataires ont chuté un peu partout dans le monde.

Alors que la dissipation des incertitudes internationales avait permis à l'économie mondiale d'amorcer une reprise vers la fin de l'année 2019, ce mouvement a été stoppé net par l'apparition d'une épidémie de coronavirus au premier trimestre 2020. D'abord circonscrite à la Chine, l'épidémie a ensuite muté en pandémie. Pour l'endiguer, de nombreux pays ont adopté des mesures de confinement, arrêté leur économie et fermé leurs frontières, entraînant un choc économique et financier extrêmement violent. Le FMI anticipe une contraction du PIB de 3% en 2020 suivie d'un rebond de 5,8% en 2021. Face à cette crise, les pouvoirs publics et les banques centrales ont annoncé des mesures de soutien de grande envergure.

Aux Etats-Unis, les mesures d'endiguement ont cassé la bonne dynamique de croissance qui prévalait en 2019. A partir de mi-mars, plusieurs millions de personnes se sont inscrits au chômage en l'espace de quelques semaines seulement. La production industrielle et les ventes au détail se sont effondrées en mars. La confiance des constructeurs de maisons a enregistré une baisse historique en avril. La Réserve Fédérale a multiplié les annonces : une baisse de son taux directeur de 150 points de base en cumulé, à 0%-0,25%, un programme d'achats illimités de bons du trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires, un programme de prêts aux entreprises et aux collectivités locales.... Le Congrès américain a adopté un plan de soutien budgétaire sans précédent d'un montant supérieur à 2000 Mds de dollars.

En Europe, la croissance n'était déjà pas bien orientée en 2019 et les plus grands pays ont arrêté leur économie à partir de mars. Les enquêtes PMI ont enregistré des baisses historiques sur le mois et les entreprises ont utilisé à plein régime les dispositifs de chômage partiel, en particulier en France et en Allemagne. La BCE a annoncé une augmentation de 120 Mds d'euros de son programme d'achats d'actifs, la création d'un nouveau programme d'achats de 750 Mds d'euros et une augmentation de ses prêts effectués dans le cadre du TLTRO avec des conditions plus

avantageuses pour les banques. La Banque d'Angleterre a, entre autres, baissé son taux directeur de 65 points de base, à 0,10%, annoncé un programme d'achats de titres de 200 Mds de livres et ouvert la voie à un financement direct du déficit public. Les principaux pays ont présenté des plans de soutien budgétaires ainsi qu'un renforcement des dispositifs de garanties publiques pour les prêts bancaires.

En Chine, la croissance était dans une phase d'accélération conjoncturelle avant que le pays n'adopte, à partir de fin janvier, des mesures drastiques pour contrôler l'épidémie. La province du Hubei, le berceau de l'épidémie, a été mis en quarantaine le 23 janvier, les congés du Nouvel an ont été prolongés et certaines usines ont fermé. Par conséquent, les statistiques d'activité et les enquêtes PMI se sont effondrées en janvier/février. Mais l'épidémie a rapidement été maîtrisée, permettant un assouplissement des mesures d'endiguement et un rebond de l'activité en mars. La Banque centrale chinoise a baissé les taux d'intérêt et le coefficient des réserves obligatoires pour les banques. Le gouvernement a annoncé des mesures de soutien de l'ordre de 2,5% du PIB.

Au Japon, l'augmentation de la TVA au mois d'octobre a entraîné une forte contraction du PIB au quatrième trimestre 2019. Le PMI composite a enregistré en mars sa plus forte baisse depuis le tremblement de terre de 2011. Le Premier ministre japonais a déclaré l'état d'urgence. Les jeux olympiques de Tokyo 2020 ont été reportés. Le gouvernement a annoncé un plan de soutien budgétaire de l'ordre de 3% du PIB et la banque centrale a annoncé une augmentation de ses achats d'actifs.

Marchés

Les marchés d'actions ont évolué au grès des va-et-vient des tensions commerciales sino-américaines en 2019. Fin janvier 2020, la mise en place de mesures de confinement en Chine a déclenché une première baisse mais celle-ci n'a été que de courte durée. Les marchés ont rapidement comblé leurs pertes pour atteindre des points hauts mi-février. La propagation de l'épidémie en dehors de Chine a ensuite précipité une baisse extraordinairement violente.

Les actions européennes ont cédé près de 40% en un mois à peine et la volatilité implicite a bondi. Un point bas a été atteint mi-mars, grâce aux mesures de soutien des pouvoirs publics et à l'action des banques centrales. Au cours des douze derniers mois, l'indice MSCI World en dollar a cédé 13,0%. Les actions des pays développés affichent une baisse de 12,1% et celles des pays émergents de 19,8%. Dans leurs devises respectives, le S&P 500 abandonne 8,8%, l'Eurostoxx 17,4% et le Topix 11,8%.

Sur les marchés obligataires, les rendements des obligations d'Etat ont chuté, surtout aux Etats-Unis où le taux à 10 ans du Trésor est passé de 2,41% en mars 2019 à 0,67% en mars 2020 avec un point bas historique à 0,54% le 10 mars. Le taux à 10 ans de l'Etat allemand est passé de -0,07% à -0,47% au cours de la même période. Malgré un écartement au premier trimestre 2020, les marges de crédit des pays périphériques par rapport à l'Allemagne se sont resserrées ou très légèrement écartées sur douze mois : -250 points de base en Grèce, - 56 points de base en Italie, -2 points de base en Espagne de +2 points de base au Portugal, à échéance 10 ans.

Sur le compartiment du crédit européen, les marges de crédit se sont fortement écartées, passant de 121 à 227 points de base pour les émetteurs de bonne qualité et de 392 à 754 points de base pour les émetteurs à haut rendement, selon les indices ICE Bank of America Merrill Lynch. L'essentiel du mouvement s'est fait en mars 2020.

Sur le marché des changes, l'euro s'est déprécié de 1,7% vis-à-vis du dollar, passant de 1,12 à 1,10 sur un an. Cette variation masque toutefois une grande volatilité, en particulier au premier trimestre 2020 où l'euro a évolué dans une fourchette comprise entre 1,07 et 1,14. Sur un an, l'euro s'est déprécié de 4,6% vis à vis du yen et de 5,0% vis à vis franc suisse. Il s'est renforcé de 3,2% vis à vis de la livre sterling. Les devises émergentes reculent d'environ 15% sur un an en moyenne vis-à-vis du dollar, d'après l'indice de JPMorgan.

Le prix du baril de Brent est passé de 67 dollars à 22 dollars, soit une chute de 68% sur un an. Mi-septembre 2019, l'attaque de deux installations pétrolières en Arabie Saoudite a provoqué une hausse d'environ 12 dollars du prix du baril sur une seule journée mais le mouvement a été bref. A partir de fin janvier, les craintes d'une diminution de la demande mondiale ont enclenché un mouvement baissier. Les prix du pétrole se sont ensuite effondrés en mars après le refus de la Russie d'accompagner l'OPEP dans une réduction coordonnée de la production pétrolière.

POLITIQUE DE GESTION

Sur l'ensemble de l'exercice 2020, Norden enregistre une performance de -15,39% contre -7,84% pour son indice de référence le MSCI Nordic dividendes nets réinvestis, soit une sous-performance de 755 bp.

À la suite du fort rally de marché au premier trimestre 2019 (+14,5% pour le MSCI World dividendes nets réinvestis exprimé en euro), les marchés mondiaux ont été stoppés en mai dans leur progression tout en clôturant le second trimestre dans le vert. En effet, après un mois d'avril dans la continuité des premiers mois de l'année, le regain de tensions sur fond de guerre commerciale et de ralentissement de la croissance mondiale ajouté à la baisse continue des taux souverains, ont engendré le décrochage des marchés au mois de mai. Ils se sont redressés en juin bien aidés par les discours toujours plus accommodants des banques centrales, prêtes à agir si nécessaire, et par les espoirs de résolution du conflit commercial entre la Chine et les États-Unis à l'issue du G20. Du côté du Royaume-Uni, le report de la date butoir du Brexit au 31 octobre a permis d'écarter à court terme le risque d'une sortie sans accord de l'Union européenne, tout en prolongeant la période d'incertitude. Dans ce contexte, Norden clôture ce trimestre en hausse de 1,52% contre +1,44% pour son indice de référence. Il pâtit principalement d'une mauvaise sélection dans les biens industriels, l'agro-alimentaire, la chimie, la distribution et subit un effet allocation défavorable dans les services utilitaires. Au niveau des titres, *Ambu (Équipements médicaux, Danemark ; -39,6%)*, *Swedish Match (Tabac sans fumée, Suède ; -16,5%)*, *Leroy Seafood (Industrie de la pêche, Norvège ; -7,1%)* ainsi que les absences de *DSV (Logistique, Danemark ; +17,1%)* et *Orsted (Production et fourniture d'énergie, Danemark ; +12,6%)* ont été parmi les plus importants contributeurs négatifs à la performance relative ce trimestre. À l'inverse, le fonds a été principalement porté par la santé, la technologie et la banque. Dans le détail, le portefeuille a bénéficié entre autres des évolutions de *Elekta (Machines de radiothérapie, Suède ; +15%)* et de *Securitas (Gardiennage, Suède ; +9,9%)* mais s'est aussi démarqué de son indice via les fortes sous-pondérations de *Nokia (Réseaux fixes et mobiles, Finlande ; -13%)* et de *Novo-Nordisk (Produits pharmaceutiques, Danemark ; -4%)*. À l'écart des valeurs pétrolières, Norden tire profit de la stagnation du baril de Brent sur ce trimestre (+0,1%), fluctuant au gré des restrictions de l'OPEP et des tensions américano-chinoises et américano-iraniennes.

Le troisième trimestre 2019 fut lui aussi assez mouvementé. Les marchés ont évolué au gré des tensions commerciales, des signes d'un ralentissement de la croissance mondiale, des messages accommodants des banques centrales, des tensions à Hong-Kong et au Moyen-Orient, des incertitudes sur l'avenir du Brexit mais aussi de l'enquête en vue d'une destitution de Donald Trump. Les marchés mondiaux représentés par le MSCI World ont tout de même progressé de 5,0% (dividendes nets réinvestis exprimé en euro) sur ces trois mois. Celui de juillet a vu de nouveaux signes de décélération de l'économie mondiale apparaître. Ce à quoi les banques centrales ont répondu en adoptant un discours plus accommodant. Comme anticipé, la FED a baissé de 25 bp son taux directeur tandis que la BCE a annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement pour la fin du trimestre. Le mois d'août fut une nouvelle fois marqué par l'escalade des tensions et des surenchères tarifaires entre la Chine et les États-Unis malgré un compromis négocié à la fin du mois de juin lors du G20. Dans tout cela, le nouveau Premier Ministre britannique Boris Johnson affole les marchés, inquiets d'une éventuelle sortie sans accord. En septembre, le marché rebondit à la suite des signaux d'apaisement entre chinois et américains. Mais ce rebond a aussi été engendré par les nouveaux discours des banquiers centraux toujours plus accommodants. La FED a décidé une nouvelle réduction de 25 bp ramenant la fourchette de son taux directeur à 1,75%-2,00% tout en précisant qu'elle agirait une nouvelle fois en cas de besoin. En Europe, la BCE a réduit de 10 bp son taux de rémunération des dépôts, amélioré les conditions de prêts à long terme accordés aux banques et a finalement projeté de réactiver le trimestre prochain, son programme d'assouplissement quantitatif à hauteur de 20 milliards d'euros par mois. Du côté du Royaume-Uni, le Premier Ministre maintient sa volonté de sortir de l'Union Européenne le 31 octobre, avec ou sans accord. Dans ce contexte, Norden clôture le troisième trimestre 2019 en baisse de 4,31% contre une hausse de 1,23% pour le MSCI Nordic dividendes nets réinvestis. Il est pénalisé principalement par les biens industriels, les produits et services de consommations, la santé et l'alimentation et boissons. Dans le détail, le portefeuille est freiné entre autres par les mauvais parcours de *Valmet (Équipement industriel, Finlande ; -18,8%)*, *ISS (Services aux entreprises, Danemark ; -14,5%)*, *Thule (Biens de consommations, Suède ; -20%)* et *Husqvarna (Biens de consommation, Suède ; -15,1%)*. A contrario, les secteurs de la distribution, de l'automobile et de la chimie arrivent en tête des contributeurs positifs grâce à un effet sélection favorable. Norden tire une nouvelle fois profit de son absence d'exposition au secteur de l'énergie. Ce sont principalement les progressions de *Kesko (Grande distribution, Finlande ; +18,5%)*, *Autoliv (Équipement automobile, Suède ; +16,2%)* et d'*Astrazeneca (Pharmacie, Suède/UK ; +14,9%)* qui sont à souligner. Le portefeuille a également profité des bons parcours de *Tele2 (Opérateur télécom, Suède ; +11,2%)* dans la télécommunication et des absences de *Vestas Wind Systems (Éolienne, Danemark ; -6,2%)*, de *AP Moller Maersk (Transport maritime, Danemark ; -4,9%)* et de *Yara International (Produits chimiques, Norvège ; -7,3%)* respectivement dans l'énergie, les biens industriels et la chimie.

Les principaux indices boursiers ont terminé l'année 2019 par des performances jamais enregistrées depuis 2009 allant même jusqu'à battre de nouveaux records aux États-Unis. Durant ce trimestre, la majeure partie des risques géopolitiques se sont estompés, favorisant une forte accélération du marché, après un trou d'air survenu pendant l'été. L'espoir d'un accord partiel, dit de phase I, entre Pékin et Washington, a grandement contribué au retour de l'appétit des investisseurs pour les actifs risqués. Et c'est lors de la dernière séance de l'année que Donald Trump annonça qu'il signera un premier accord avec la Chine le 15 janvier 2020. Après une succession de rebondissement et

de longs mois de tergiversations, le Brexit devrait être bientôt ratifié. En effet, suite aux nombreux échecs et reports, Boris Johnson a remporté une large victoire aux élections législatives anticipées lui permettant de négocier librement avec l'Europe pendant la période de transition qui suivra un Brexit qui doit avoir lieu au plus tard le 31 janvier 2020. De plus, les marchés ont pu, une nouvelle fois, bénéficier des politiques accommodantes des banques centrales. La FED a baissé une troisième fois ses taux, portant alors sa fourchette cible à 1,50%-1,75%. Du côté de la BCE, son QE a été officiellement relancé début novembre et Mario Draghi a laissé sa place à Christine Lagarde au discours prometteur. Dans ce contexte, Norden clôture le dernier trimestre 2019 en hausse de 7,77% contre une hausse de 7,61% pour le MSCI Nordic dividendes nets réinvestis. Le portefeuille a principalement subi un effet sélection défavorable dans le secteur des biens industriels et de la banque. Il a aussi été pénalisé par un effet allocation négatif dans les matières premières et services financiers mais aussi par son absence d'exposition au secteur énergétique. Plus précisément, ce sont les mauvais parcours de *Konecranes* (*Matériel de lavage et maintenance, Finlande ; -6,9%*) et d'*Elekta* (*Machines de radiothérapie, Suède ; -2,5%*), non représentés dans l'indice, qui sont les principaux contributeurs négatifs. De plus, les absences de *Vestas Wind Systems* (*Éolienne, Danemark ; +26,5%*), de *Sandvik* (*Outils, Suède ; +22,1%*) et de *DSV* (*Logistique, Danemark ; +17,7%*) ont aussi fortement pénalisé le fonds. En revanche, la surperformance de Norden sur ce trimestre s'explique en partie par une bonne sélection des valeurs dans la technologie, les produits et services de consommation et la chimie. Au niveau des titres, nous trouvons *Valmet* (*Équipement industriel, Finlande ; +19,9%*), *Swedish Match* (*Tabac sans fumée, Suède ; +21,6%*), *Alfa Laval* (*Industrie, Suède ; +24,5%*) et *Simcorp* (*Logiciels pour la gestion d'actifs, Danemark ; +25,9%*).

Les 3 premiers mois de l'année 2020 ont été explosifs. Il faut remonter à la crise de 2008 pour retrouver des perturbations et des niveaux de volatilité de la même ampleur. Pourtant, l'entame de l'année s'est déroulée sous le signe de l'optimisme général. Les bonnes nouvelles du trimestre précédent comme l'accalmie dans la guerre commerciale, l'éloignement des craintes d'un Brexit dur et une politique monétaire accommodante des banques centrales, continuaient à soutenir le moral des investisseurs. La panique a réellement envahi les investisseurs à partir de mi-février. Les marchés mondiaux ont alors violemment chuté et la volatilité a explosé. Tout a basculé, lorsque le Covid-19 annoncé au départ comme étant une maladie ressemblant à une simple grippe et qui ne concernait qu'une région chinoise, est devenue une pandémie mondiale. Pour essayer de la contenir, les pays touchés ont décrété un confinement de la population, engendrant un arrêt brutal de l'économie mondiale. Du côté des autorités politiques et monétaires, des mesures (budgétaires, fiscales et monétaires) drastiques et inédites ont été prises permettant aux marchés financiers de rebondir en fin de trimestre sans toutefois regagner ce qui était perdu. Dans ce contexte, Norden clôture le premier trimestre 2020 en forte baisse de 19,19% contre -16,59% pour le MSCI Nordic dividendes nets réinvestis. Les secteurs des biens industriels, de la santé et de l'automobile ont été les principaux contributeurs négatifs à la performance relative. Le fonds pâtit de sa sous-pondération en *Novo-Nordisk* (*Produits pharmaceutiques, Danemark ; +7,4%*) et des mauvais parcours de *Konecranes* (*Matériel de lavage et maintenance, Finlande ; -43%*), *Elekta* (*Machines de radiothérapie, Suède ; -35,8%*) et *Autoliv* (*Équipement automobile, Suède ; -42,1%*). Face aux fortes interrogations sur la croissance mondiale et aux craintes d'une diminution de la demande, les cours du pétrole ont fortement chuté en ce début d'année, atteignant 22\$ pour le baril de Brent en fin de trimestre. L'absence d'exposition au secteur de l'énergie ainsi qu'au secteur des matières premières profite donc au fonds. De plus, le portefeuille bénéficie d'un effet allocation positif dans la banque et les produits et services de consommation et d'un effet sélection positif dans l'alimentation et boissons. D'un point de vue plus global, Norden profite des hausses de *Swedish Match* (*Tabac sans fumée, Suède ; +12,4%*), *Ambu* (*Équipements médicaux, Danemark ; +48%*), *Coloplast* (*Dispositifs médicaux, Danemark ; +19,5%*) et des absences d'*Equinor* (*Pétrolière intégrée, Norvège ; -34,9%*) et de *Nordea Bank* (*Banque, Finlande ; -29,2%*).

La Sicav Norden est restée investie à hauteur de 3,0% dans le fonds *Norden Small* (-12,95%) et à hauteur de 0,3% dans le fonds *Norden Family* (-12,03%).

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
AMUNDI CASH CORPORATE IC	202 162 858,85	211 037 680,93
NOVO NORDISK AS	20 808 243,35	42 706 628,08
KESKO OYJ B	20 711 138,75	25 991 442,61
VALMET CORP	20 481 656,52	23 369 478,57
AUTOLIV SWED.DEPOSIT.RECEIPTS	13 256 627,50	30 335 525,19
TELE2 AB	17 270 186,12	20 651 047,67
TELENOR	17 850 092,19	19 041 033,02
SAMPO OYJ A	14 172 774,60	21 502 933,30
SECURITAS AB B	8 435 749,41	26 016 242,64
AMBU B	15 513 015,41	18 779 341,04

Transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation des instruments financiers – règlement SFTR – en devise de comptabilité de l'OPC (EUR)

Au cours de l'exercice, l'OPC n'a pas fait l'objet d'opérations relevant de la réglementation SFTR.

• TECHNIQUES DE GESTION EFFICACE DU PORTEFEUILLE ET INSTRUMENTS FINANCIERS DERIVES

a) Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace du portefeuille et des instruments financiers dérivés

- Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace :
 - **Prêts de titres :**
 - **Emprunt de titres :**
 - **Prises en pensions :**
 - **Mises en pensions :**

- Exposition sous-jacentes atteintes au travers des instruments financiers dérivés :
 - **Change à terme :**
 - **Future :**
 - **Options :**
 - **Swap :**

b) Identité de la/des contrepartie(s) aux techniques de gestion efficace du portefeuille et instruments financiers dérivés

Techniques de gestion efficace	Instruments financiers dérivés (*)

(*) Sauf les dérivés listés.

c) Garanties financières reçues par l'OPCVM afin de réduire le risque de contrepartie

Types d'instruments	Montant en devise du portefeuille
<p>Techniques de gestion efficace</p> <ul style="list-style-type: none"> . Dépôts à terme . Actions . Obligations . OPCVM . Espèces (**) <p style="text-align: center;">Total</p>	
<p>Instruments financiers dérivés</p> <ul style="list-style-type: none"> . Dépôts à terme . Actions . Obligations . OPCVM . Espèces <p style="text-align: center;">Total</p>	

(**) Le compte Espèces intègre également les liquidités résultant des opérations de mise en pension.

d) Revenus et frais opérationnels liés aux techniques de gestion efficace

Revenus et frais opérationnels	Montant en devise du portefeuille
<ul style="list-style-type: none"> . Revenus (***) . Autres revenus <p style="text-align: center;">Total des revenus</p> <ul style="list-style-type: none"> . Frais opérationnels directs . Frais opérationnels indirects . Autres frais <p style="text-align: center;">Total des frais</p>	

(***) Revenus perçus sur prêts et prises en pension.

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. L'information est consultable sur le site de la société de gestion : www.lazardfreresgestion.fr

• FRAIS D'INTERMEDIATION

L'information concernant les frais d'intermédiation est consultable sur le site internet : www.lazardfreresgestion.fr.

• EXERCICE DES DROITS DE VOTE

Lazard Frères Gestion S.A.S. exerce les droits de vote attachés aux titres détenus dans les OPC dont elle assure la gestion selon le périmètre et les modalités précisées dans la charte qu'elle a établie concernant sa politique d'exercice des droits de vote. Ce document est consultable sur le site internet de la société de gestion : www.lazardfreresgestion.fr.

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

Démarche générale sur la prise en compte des critères ESG

Lazard Frères Gestion a la conviction forte que l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) par les émetteurs est indispensable à la pérennité de leur performance économique.

En effet, la performance à long terme des investissements ne se limite pas à la seule prise en compte de la stratégie financière, elle doit également considérer les interactions de l'entreprise avec son environnement social, économique et financier.

La prise en compte des critères ESG s'inscrit donc dans une démarche naturelle faisant partie de notre processus d'investissement.

Notre approche globale peut se résumer ainsi :

- L'analyse financière de l'entreprise, extrêmement exigeante, couvre la qualité des actifs, la solidité financière, la prévisibilité des cashflows et leur réinvestissement par la société, la dynamique de la rentabilité économique, sa pérennité et la qualité du management.
- Cette pérennité est renforcée par la prise en compte de critères extra-financiers :
 - Critères sociaux : par la valorisation du capital humain
 - Critères environnementaux : par la prévention de l'ensemble des risques environnementaux
 - Critère de gouvernance : par le respect de l'équilibre entre les structures managériales et actionnariales, afin de prévenir les conflits d'intérêts potentiels et assurer le respect des intérêts des actionnaires minoritaires.

Nature des critères ESG pris en compte au sein de la Sicav NORDEN

- Analyse de la gouvernance

La qualité de la gouvernance est depuis toujours un critère déterminant de notre politique d'investissement.

Une gouvernance satisfaisante est une garantie de transparence et d'équilibre des pouvoirs, ainsi qu'un contre-pouvoir actionnarial.

Lazard Frères Gestion considère que de bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise sont des éléments de maîtrise du risque, qui favorisent la création de valeur et contribuent à un alignement global des intérêts de l'ensemble des parties prenantes.

- Critères sociaux

Les critères sociaux prennent en compte la prévention des accidents, la formation du personnel, le respect du droit des employés, les droits de l'homme et l'éthique dans la chaîne de sous-traitance (supply chain) et le dialogue social. Le « capital humain » est un des deux moteurs de l'entreprise avec le capital financier, le négliger pourrait entraîner des risques de perte de rentabilité opérationnelle ou d'augmentation des coûts liés à la volatilité de la masse salariale.

- Critères environnementaux

Les critères environnementaux portent sur l'impact direct ou indirect de l'activité de l'entreprise sur l'environnement (la gestion des déchets, la consommation d'énergie et les émissions polluantes) et s'apprécient en tenant compte du secteur d'activité.

Nous cherchons à comprendre comment les risques environnementaux sont appréhendés par l'entreprise, toute négligence de sa part pourrait conduire à la constitution brutale de passifs impactant sa rentabilité économique.

En effet, une insuffisante prise en compte des risques environnementaux (pollution, biodiversité, ressources et communautés locales) peut mener à des pertes de rentabilité voire entraîner un risque de réputation et un risque financier.

Informations utilisées pour l'analyse mise en œuvre sur les critères ESG

Afin d'appréhender ces critères ESG pour chaque société analysée, Lazard Frères Gestion s'appuie sur plusieurs sources d'information :

- Sources publiques : Rapport RSE, ONG, presse
- Échanges directs avec les entreprises
- Recherche externe : Agence de notation extra-financière, brokers

Chaque analyste-gérant peut ainsi enrichir sa propre analyse extra financière de données estimées pertinentes. Ces analyses s'intègrent dans notre processus de gestion.

Nos outils d'analyse propriétaires affichent ainsi des données financières et extra-financières pour chaque entreprise étudiée.

Ces outils sont directement alimentés par les analystes-gérants.

Méthodologie et résultats de l'analyse ESG

- Les méthodes d'analyse ESG

Nous attachons une importance particulière à développer des modèles propriétaires construits sur notre expertise avec le souci constant d'apporter une valeur ajoutée tangible dans la sélection des titres en portefeuille.

Fin 2019, Lazard Frères Gestion a donc souhaité mettre en place un modèle d'analyse et de notation ESG propriétaire qui respecte ce principe.

A partir des différentes données fournies par nos partenaires ESG (Vigeo Eiris, Ethix, Trucost, Carbon Delta), de Bloomberg, des rapports RSE de chaque entreprise, de l'outil de suivi des controverses Vigeo et des commentaires de nos analystes-gérants, les analystes responsables de chaque valeur établissent une note interne ESG fondée sur une approche à la fois quantitative et qualitative : pour chaque pilier E, S et G, une quinzaine d'indicateurs-clés sont suivis puis agrégés dans une note synthétique (de 1 pour les moins bons émetteurs à 5 pour les meilleurs).

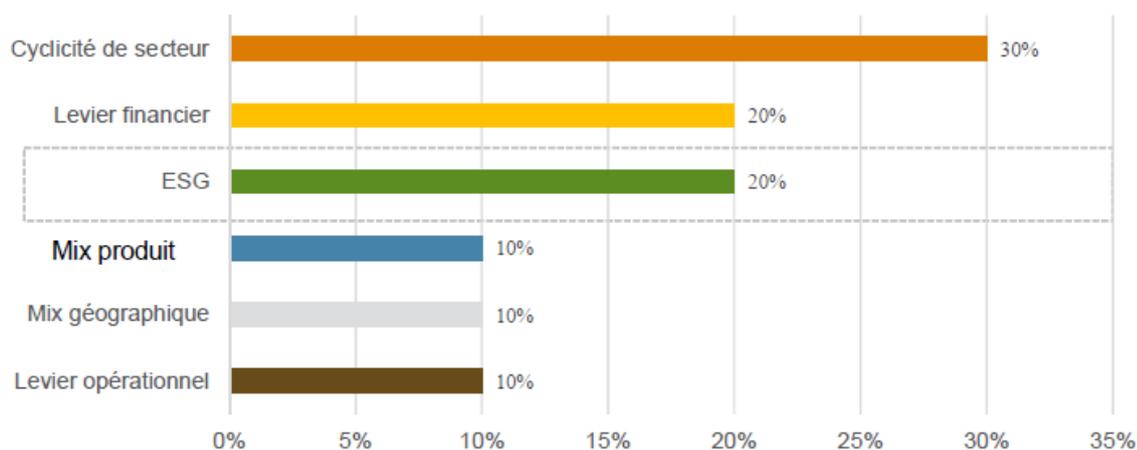
Pour la méthodologie d'analyse des critères relatifs aux risques climatiques, les paramètres de coûts énergétiques, les risques réglementaires et les éventuels chocs technologiques sont pris en compte dans les thèses d'investissement des analystes-gérants, que ces données soient liées ou non au changement climatique.

Lazard Frères Gestion évalue ainsi l'impact financier en prenant en considération les évolutions des prix de l'énergie (électricité, pétrole, gaz...), parmi d'autres paramètres externes, afin de déterminer, suivant les cas, le niveau d'activité ou de marges des entreprises concernées.

- Les modalités de prise en compte des critères ESG dans le processus de décision d'investissement

L'utilisation de l'analyse ESG impacte les décisions d'investissement.

Nous avons formellement intégré la prise en compte des critères ESG au sein de notre analyse financière en intégrant ces facteurs dans la valorisation financière de chaque entreprise. Les analystes-gérants intègrent l'ESG dans le coût du capital des sociétés suivies via le calcul du bêta réalisé en interne grâce à une méthodologie propre à Lazard Frères Gestion. Le Bêta est la mesure de l'ensemble des risques de l'entreprise et notre méthodologie pondère les facteurs comme tels :



La prise en compte des critères ESG a un impact direct sur nos valorisations

Nous actualisons les cash-flows grâce au WACC, le coût moyen du capital. Ce coût est composé du coût des fonds propres (Equity) et du coût de la Dette. Le coût des fonds propres dépend du profil de l'entreprise, et notamment de son risque spécifique. Ce risque spécifique comprend entre autres la cyclicité de l'activité de l'entreprise, l'emplacement géographique, ainsi que le respect des critères ESG. Lorsque ces critères ne sont pas suffisamment pris en compte par l'entreprise, cela crée un risque. Dans notre modèle, ce risque diminue la valorisation financière de l'entreprise : le degré de prise en compte des critères ESG impacte directement l'évaluation financière de l'entreprise.

- Suivi d'indicateurs ESG

➤ Empreinte Carbone

Dans le cadre de l'article 173 de la loi du 17 août 2015, LAZARD Frères Gestion a décidé d'afficher l'Empreinte Carbone de la Sicav NORDEN.

- Pour obtenir les données nécessaires au calcul de l'empreinte carbone, nous avons fait le choix d'initier en 2016 un partenariat avec la société TRUCOST.
- LAZARD Frères Gestion a retenu comme indicateur l'intensité carbone, exprimée en tonnes équivalent CO2 par M€ de chiffre d'affaires.
- L'évaluation de l'empreinte carbone prend en compte les scopes 1 et 2 des émissions de gaz à effet de serre (GES)
 - Scope 1 : Toutes les émissions directes liées à la combustion d'énergies fossiles nécessaire à la fabrication du produit
 - Scope 2 : Les émissions indirectes liées à la production des énergies (électricité, ...) qui sont consommées par l'entreprise
- Les mesures sont réalisées uniquement sur les titres détenus en direct.
- Dans le cas d'une entreprise cotée pour laquelle nous ne disposons pas de données carbone, sa pondération est alors proportionnellement répartie sur le poids des autres entreprises du même secteur, afin de préserver les pondérations sectorielles initiales.
- Le poids de chaque valeur en portefeuille est rebasé de manière à obtenir une pondération totale égale à 100%.

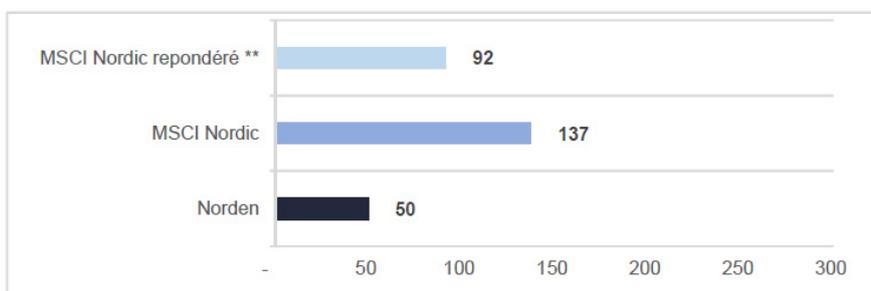
- La méthode de calcul de l'intensité carbone d'un portefeuille est une moyenne pondérée des GES divisées par le chiffre d'affaires de chaque position. Nous obtenons ainsi la formule suivante :

Intensité carbone d'un portefeuille

$$= \sum \left[\left(\frac{\text{Émissions (scope 1 + 2)}}{\text{Chiffre d'Affaires}} \right) \text{de chaque titre} \times \text{poids de chaque titre} \right]$$

- Le niveau d'émission de CO2 d'une entreprise est fortement dépendant de son domaine d'activité. Certains secteurs sont structurellement plus « émetteurs » que d'autres.
- L'approche fondamentale de Lazard Frères Gestion axée sur la sélection de titres engendre des écarts d'expositions sectorielles entre les fonds et leurs indices de référence.
- Pour s'affranchir de ces biais sectoriels, nous avons défini une méthode visant à neutraliser ces écarts en pondérant les poids des secteurs de l'indice pour qu'ils correspondent à ceux du portefeuille. Au sein de chaque secteur de l'indice, le poids de chaque valeur est maintenu.

Emissions par millions d'euros de Chiffre d'Affaires (tonnes CO2 éq./M€ de CA)



Date : 29/03/2020

Taux de couverture du fonds : 98 %

Taux de couverture de l'indice : 97,6 %

➤ Indicateur de contribution à la transition énergétique

Nous mesurons le niveau d'engagement des entreprises dans la transition énergétique de leur modèle économique à l'aide d'un indicateur : le score de transition énergétique.

Chaque émetteur en portefeuille est évalué sur l'efficacité des mesures mises en œuvre pour réduire leurs émissions de GES, pour faire évoluer leur mix énergétique et réduire leurs consommations d'énergie.

Cette notation est aujourd'hui déléguée à notre partenaire Vigeo Eiris.

Elle repose sur l'analyse de critères spécifiques liés au changement climatique et est le résultat de l'analyse des enjeux clés de l'entreprise et de son secteur en matière de transition énergétique. Elle mesure les efforts faits par les entreprises pour réduire leur empreinte carbone et contribuer ainsi à l'objectif international de limitation du réchauffement climatique à 2°C.

La contribution du portefeuille à la transition énergétique est mesurée de la manière suivante :

Score Transition Énergétique d'un portefeuille

$$= \sum [\text{Score Transition Énergétique de chaque titre} \times \text{poids de chaque titre}]$$

Elle est définie selon l'échelle de notation suivante :

Échelle de Stratégie de Transition Énergétique

Catégories	Faible	Amorcée	Probante	Avancée
Score	0-29	30-49	50-59	60-100

Score de Transition Energétique

Norden	Amorcé	38
MSCI Nordic	Amorcé	46

Intégration des résultats de l'analyse ESG dans le processus d'investissement

- Vote aux assemblées générales

Même si les valeurs présentes dans NORDEN ne font pas partie de notre périmètre de vote, nous nous efforçons d'exercer nos droits de vote dans un périmètre plus large, étendu notamment aux valeurs nordiques. Cependant, nous n'avons pas été en mesure de voter sur le Danemark, la Norvège et la Suède où les conditions d'exercice des droits de vote nécessitent la mise en place de procuration (PoA) auprès des sous-dépositaires locaux.

Au final, nous avons voté à 8% des AG des entreprises en portefeuille.

- Mise en œuvre d'une stratégie d'engagement auprès des émetteurs

Lazard Frères Gestion cherche à engager un dialogue avec l'ensemble des entreprises présentes dans ses portefeuilles. Les échanges sur les sujets ESG peuvent se faire avec plus ou moins d'intensité, plus ou moins de régularité et par divers moyens allant des contacts téléphoniques, aux réunions en face à face, ou encore par courrier électronique et de visites sur site.

L'équipe Actions rencontre régulièrement le management des entreprises. Ces rendez-vous font systématiquement l'objet de compte-rendus rédigés. Ils sont classés par nom et par date dans une base de données accessible à toutes les équipes de gestion (base Anafi Minutes). Un focus spécifique à l'ESG consigne les informations extra-financières qui semblent pertinentes à l'analyste-gérant.

Notre démarche est double :

- Echanger avec les entreprises afin d'améliorer leurs pratiques ESG ;
- Sensibiliser les émetteurs sur la prise en compte de leur notation ESG dans la décision d'investissement.

Lazard Frères Gestion publie un rapport d'engagement reprenant les différentes initiatives engagées et leurs résultats. Ce document est disponible à l'adresse suivante : http://www.lazardfreresgestion.fr/FR/ESG-ISR_102.html

• **UTILISATION D'INSTRUMENTS FINANCIERS GERES PAR LA SOCIETE DE GESTION OU UNE SOCIETE LIEE**

Le tableau des instruments financiers gérés par la société de gestion ou une société liée se trouve dans les annexes des comptes annuels de l'OPC.

• **METHODE DE CALCUL DU RISQUE GLOBAL**

L'OPC utilise la méthode du calcul de l'engagement pour calculer le risque global de l'OPC sur les contrats financiers.

• **PEA**

En application des dispositions de l'Article 91 quater L du Code Général des Impôts, Annexe 2, la SICAV est investie de manière permanente à 75% au moins en titres et droits mentionnés aux a, b et c du 1° du I de l'article L. 221-31 du Code monétaire et financier.

Proportion d'investissement effectivement réalisé au cours de l'exercice : 94,23%.

- **RECUPERATIONS FISCALES**

Dans plusieurs pays de l'Union Européenne, les dividendes payés par les sociétés ne sont pas imposés de façon similaire si les dividendes sont versés à des entités domestiques ou étrangères. Ainsi, lorsque les dividendes sont versés à une entité étrangère, ces dernières subissent parfois une retenue à la source entraînant une divergence de traitement fiscal portant atteinte à la libre circulation des capitaux, et donc contraire au droit de l'Union Européenne. Plusieurs décisions de la Cour de justice de l'Union Européenne et du Conseil d'Etat ayant été prises en faveur des résidents étrangers, la société de gestion prévoit de procéder à des demandes de remboursement de la retenue à la source payée sur les dividendes perçus de sociétés étrangères pour les fonds domiciliés en France lorsque les perspectives de remboursement des retenues à la source peuvent être estimées comme favorables aux fonds concernés. S'agissant de procédures de réclamations auprès des autorités fiscales concernées, le résultat final ainsi que le délai de ces procédures sont aléatoires. Au 31/03/2020 le montant des retenues la source récupérées s'élève à 1 191 257,65 €.

- **REMUNERATIONS**

Les rémunérations fixes et variables, versées au cours de l'exercice clos le 31/12/2019 par la société de gestion à son personnel, au prorata de l'investissement consenti dans l'activité de la gestion des FIA, en excluant la gestion des OPCVM et la gestion sous mandats, peuvent être obtenus sur demande par courrier, auprès du service juridique des OPC de Lazard Frères gestion et figurent dans le rapport annuel de la société. L'enveloppe globale des rémunérations variables est fixée par le Groupe Lazard au regard de différents critères en ce compris les performances financières du Groupe Lazard au titre de l'année écoulée, en tenant compte des résultats. La Direction Générale décide du montant total des rémunérations réparties entre les rémunérations fixes et variables, dans le respect de la séparation absolue entre la composante fixe et la composante variable de la rémunération. Le montant total des rémunérations variables est déterminé en tenant compte de l'ensemble des risques. Le montant de la rémunération variable est ensuite individualisé et déterminé en partie en fonction de la performance de chaque Personnel Identifié.

Population au 31/12/2019 : CDD et CDI de LFG et LFG-Belgique (donc hors stagiaires, apprentis et hors LFG-Courtage)

effectif au 31-12-2019 LFG - LFG-Belgique	Rémunérations fixes annuelles 2019 en €	Rémunération variable au titre de 2019 (Cash payé en 2020 et différé en 2020) en €
174	15 947 054	19 567 356

"Personnel identifié"

Catégorie	Nombre de salariés	Rémunérations fixes et variables agrégées 2019 (incluant le différé) en €
Senior Management	3	4 100 006
Autres	48	18 940 465
Total	51	23 040 471

NB: les montants sont des montants non chargés

- **AUTRES INFORMATIONS**

Le prospectus complet de l'OPC et les derniers documents annuels et périodiques sont adressés dans un délai d'une semaine sur simple demande écrite du porteur auprès de :

LAZARD FRERES GESTION SAS
25, rue de Courcelles – 75008 PARIS

www.lazardfreresgestion.fr

5. CERTIFICATION DU COMMISSAIRE AUX COMPTES



**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES
SUR LES COMPTES ANNUELS
Exercice clos le 31 mars 2020**

NORDEN
OPCVM CONSTITUE SOUS FORME DE SOCIETE D'INVESTISSEMENT A CAPITAL VARIABLE
Régé par le Code monétaire et financier

Société de gestion
LAZARD FRERES GESTION SAS
25, rue Courcelles
75008 PARIS

Aux actionnaires,

Opinion

En exécution de la mission qui nous a été confiée par l'assemblée générale, nous avons effectué l'audit des comptes annuels de l'OPCVM constitué sous forme de société d'investissement à capital variable NORDEN relatifs à l'exercice clos le 31 mars 2020, tels qu'ils sont joints au présent rapport. Ces comptes ont été arrêtés par la direction sur la base des éléments disponibles dans un contexte évolutif de crise liée au Covid-19.

Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de l'OPCVM constitué sous forme de société d'investissement à capital variable à la fin de cet exercice.

Fondement de l'opinion

Référentiel d'audit

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont indiquées dans la partie « *Responsabilités du commissaire aux comptes relatives à l'audit des comptes annuels* » du présent rapport.

Indépendance

Nous avons réalisé notre mission d'audit dans le respect des règles d'indépendance qui nous sont applicables, sur la période du 02/04/2019 à la date d'émission de notre rapport, et notamment nous n'avons pas fourni de services interdits par le code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes.

*PricewaterhouseCoopers Audit, 63, rue de Villiers, 92208 Neuilly-sur-Seine Cedex
T: +33 (0) 1 56 57 58 59, F: +33 (0) 1 56 57 58 60, www.pwc.fr*

Justification des appréciations

En application des dispositions des articles L. 823-9 et R.823-7 du code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous vous informons que les appréciations les plus importantes auxquelles nous avons procédé, selon notre jugement professionnel, ont porté sur le caractère approprié des principes comptables appliqués ainsi que sur le caractère raisonnable des estimations significatives retenues et sur la présentation d'ensemble des comptes.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le contexte de l'audit des comptes annuels pris dans leur ensemble, établis dans les conditions rappelées précédemment, et de la formation de notre opinion exprimée ci-avant. Nous n'exprimons pas d'opinion sur des éléments de ces comptes annuels pris isolément.

Vérifications spécifiques

Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par les textes légaux et réglementaires.

Informations données dans le rapport de gestion et dans les autres documents sur la situation financière et les comptes annuels adressés aux actionnaires

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

Rapport sur le gouvernement d'entreprise

Nous attestons de l'existence, dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise, des informations requises par l'article L. 225-37-4 du code de commerce.

Responsabilités de la direction et des personnes constituant le gouvernement d'entreprise relatives aux comptes annuels

Il appartient à la direction d'établir des comptes annuels présentant une image fidèle conformément aux règles et principes comptables français ainsi que de mettre en place le contrôle interne qu'elle estime nécessaire à l'établissement de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

Lors de l'établissement des comptes annuels, il incombe à la direction d'évaluer la capacité de l'OPC à poursuivre son exploitation, de présenter dans ces comptes, le cas échéant, les informations nécessaires relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer la convention comptable de continuité d'exploitation, sauf s'il est prévu de liquider l'OPC ou de cesser son activité.

Les comptes annuels ont été arrêtés par la direction.

Responsabilités du commissaire aux comptes relatives à l'audit des comptes annuels

Objectif et démarche d'audit

Il nous appartient d'établir un rapport sur les comptes annuels. Notre objectif est d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, sans toutefois garantir qu'un audit réalisé conformément aux normes d'exercice professionnel permet de systématiquement détecter toute anomalie significative. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsque l'on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elles puissent, prises individuellement ou en cumulé, influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes prennent en se fondant sur ceux-ci.

Comme précisé par l'article L.823-10-1 du code de commerce, notre mission de certification des comptes ne consiste pas à garantir la viabilité ou la qualité de la gestion de l'OPC.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, le commissaire aux comptes exerce son jugement professionnel tout au long de cet audit. En outre :

- il identifie et évalue les risques que les comptes annuels comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définit et met en œuvre des procédures d'audit face à ces risques, et recueille des éléments qu'il estime suffisants et appropriés pour fonder son opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne ;

*PricewaterhouseCoopers Audit, 63, rue de Villiers, 92208 Neuilly-sur-Seine Cedex
T: +33 (0) 1 56 57 58 59, F: +33 (0) 1 56 57 58 60, www.pwc.fr*

- il prend connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne ;
- il apprécie le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la direction, ainsi que les informations les concernant fournies dans les comptes annuels ;
- il apprécie le caractère approprié de l'application par la direction de la convention comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments collectés, l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou à des circonstances susceptibles de mettre en cause la capacité de l'OPC à poursuivre son exploitation. Cette appréciation s'appuie sur les éléments collectés jusqu'à la date de son rapport, étant toutefois rappelé que des circonstances ou événements ultérieurs pourraient mettre en cause la continuité d'exploitation. S'il conclut à l'existence d'une incertitude significative, il attire l'attention des lecteurs de son rapport sur les informations fournies dans les comptes annuels au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas fournies ou ne sont pas pertinentes, il formule une certification avec réserve ou un refus de certifier ;
- il apprécie la présentation d'ensemble des comptes annuels et évalue si les comptes annuels reflètent les opérations et événements sous-jacents de manière à en donner une image fidèle.

Compte tenu du délai d'obtention de certaines informations complémentaires nécessaires à la finalisation de nos travaux, le présent rapport est émis en date de signature électronique.

Neuilly sur Seine, date de la signature électronique

Document authentifié par signature électronique
Le commissaire aux comptes
PricewaterhouseCoopers Audit
Frédéric SELLAM



NORDEN

**RAPPORT SPECIAL DU COMMISSAIRE AUX COMPTES
SUR LES CONVENTIONS REGLEMENTEES
(Assemblée générale d'approbation des comptes de l'exercice
clos le 31 mars 2020)**



**RAPPORT SPECIAL DU COMMISSAIRE AUX COMPTES
SUR LES CONVENTIONS REGLEMENTEES
Assemblée générale d'approbation des comptes de l'exercice clos
le 31 mars 2020**

NORDEN
OPCVM CONSTITUE SOUS FORME DE SOCIETE D'INVESTISSEMENT A
CAPITAL VARIABLE
Régé par le Code monétaire et financier

Société de gestion
LAZARD FRERES BANQUE
25, rue Courcelles
75008 PARIS

Aux Actionnaires,

En notre qualité de commissaire aux comptes de votre société, nous vous présentons notre rapport sur les conventions réglementées.

Il nous appartient de vous communiquer, sur la base des informations qui nous ont été données, les caractéristiques et les modalités essentielles des conventions ainsi que les motifs justifiant de l'intérêt pour la SICAV dont nous avons été avisés ou que nous aurions découvertes à l'occasion de notre mission, sans avoir à nous prononcer sur leur utilité et leur bien-fondé ni à rechercher l'existence d'autres conventions. Il vous appartient, selon les termes de l'article R225-31 du code de commerce, d'apprécier l'intérêt qui s'attachait à la conclusion de ces conventions en vue de leur approbation.

Par ailleurs, il nous appartient, le cas échéant, de vous communiquer les informations prévues à l'article R225-31 du code de commerce relatives à l'exécution, au cours de l'exercice écoulé, des conventions déjà approuvées par l'assemblée générale.

Nous avons mis en œuvre les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission.

**CONVENTIONS SOUMISES A L'APPROBATION DE L'ASSEMBLEE
GENERALE**

Nous vous informons qu'il ne nous a été donné avis d'aucune convention autorisée au cours de l'exercice écoulé à soumettre à l'approbation de l'assemblée générale en application des dispositions de l'article L225-38 du code de commerce.

CONVENTIONS DEJA APPROUVEES PAR L'ASSEMBLEE GENERALE

Nous vous informons qu'il ne nous a été donné avis d'aucune convention déjà approuvée par l'assemblée générale dont l'exécution se serait poursuivie au cours de l'exercice écoulé.

Neuilly sur Seine, date de la signature électronique

Document authentifié par signature électronique

Le commissaire aux comptes
PricewaterhouseCoopers Audit
Frédéric SELLAM

*PricewaterhouseCoopers Audit, 63, rue de Villiers, 92208 Neuilly-sur-Seine Cedex
T: +33 (0) 1 56 57 58 59, F: +33 (0) 1 56 57 58 60, www.pwc.fr*

6. COMPTES ANNUELS

• BILAN en EUR

ACTIF

	31/03/2020	29/03/2019
Immobilisations nettes		
Dépôts		
Instruments financiers	429 546 844,17	781 891 146,06
Actions et valeurs assimilées	405 496 241,07	740 027 033,81
Négociées sur un marché réglementé ou assimilé	405 496 241,07	740 027 033,81
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé		
Obligations et valeurs assimilées		
Négociées sur un marché réglementé ou assimilé		
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé		
Titres de créances		
Négociés sur un marché réglementé ou assimilé		
Titres de créances négociables		
Autres titres de créances		
Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé		
Organismes de placement collectif	24 050 603,10	41 864 112,25
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays	24 050 603,10	41 864 112,25
Autres Fonds destinés à des non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'UE		
Fonds professionnels à vocation générale et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations cotés		
Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations non cotés		
Autres organismes non européens		
Opérations temporaires sur titres		
Créances représentatives de titres reçus en pension		
Créances représentatives de titres prêtés		
Titres empruntés		
Titres donnés en pension		
Autres opérations temporaires		
Instruments financiers à terme		
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé		
Autres opérations		
Autres instruments financiers		
Créances	6 471 069,24	7 067 670,03
Opérations de change à terme de devises		
Autres	6 471 069,24	7 067 670,03
Comptes financiers	929 812,76	1 441 467,35
Liquidités	929 812,76	1 441 467,35
Total de l'actif	436 947 726,17	790 400 283,44

PASSIF

	31/03/2020	29/03/2019
Capitaux propres		
Capital	455 937 371,01	788 034 967,61
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)		
Report à nouveau (a)		
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a, b)	-28 441 412,45	-8 673 923,15
Résultat de l'exercice (a, b)	7 286 395,75	8 382 501,11
Total des capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)	434 782 354,31	787 743 545,57
Instruments financiers		
Opérations de cession sur instruments financiers		
Opérations temporaires sur titres		
Dettes représentatives de titres donnés en pension		
Dettes représentatives de titres empruntés		
Autres opérations temporaires		
Instruments financiers à terme		
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé		
Autres opérations		
Dettes	2 165 371,86	2 656 737,87
Opérations de change à terme de devises		
Autres	2 165 371,86	2 656 737,87
Comptes financiers		
Concours bancaires courants		
Emprunts		
Total du passif	436 947 726,17	790 400 283,44

(a) Y compris comptes de régularisation

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

- **HORS BILAN en EUR**

	31/03/2020	29/03/2019
Opérations de couverture		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		
Autres opérations		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		

• **COMPTE DE RÉSULTAT en EUR**

	31/03/2020	29/03/2019
Produits sur opérations financières		
Produits sur dépôts et sur comptes financiers		24 683,16
Produits sur actions et valeurs assimilées	22 635 309,85	27 716 361,61
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		
Total (1)	22 635 309,85	27 741 044,77
Charges sur opérations financières		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Charges sur instruments financiers à terme		
Charges sur dettes financières		
Autres charges financières		
Total (2)		
Résultat sur opérations financières (1 - 2)	22 635 309,85	27 741 044,77
Autres produits (3)		
Frais de gestion et dotations aux amortissements (4)	12 331 501,03	17 236 474,40
Résultat net de l'exercice (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)	10 303 808,82	10 504 570,37
Régularisation des revenus de l'exercice (5)	-3 017 413,07	-2 122 069,26
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (6)		
Résultat (1 - 2 + 3 - 4 + 5 - 6)	7 286 395,75	8 382 501,11

REGLES ET METHODES COMPTABLES

Les comptes annuels sont présentés sous la forme prévue par le règlement ANC n° 2014-01, 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.

INFORMATION SUR LES INCIDENCES LIEES A LA CRISE DU COVID-19

Les comptes ont été arrêtés par le Conseil d'administration sur la base des éléments disponibles dans un contexte évolutif de crise liée au Covid-19.

Règles d'évaluation des actifs

Les instruments financiers et valeurs négociées sur un marché réglementé sont évalués à leur prix de marché.

- **Les instruments de type « actions et assimilés »** sont valorisés sur la base du dernier cours connu sur leur marché principal.

Le cas échéant, les cours sont convertis en euros suivant le cours des devises à Paris au jour de l'évaluation (source WM Closing).

- **Les instruments financiers de taux :**

Les instruments de taux sont pour l'essentiel valorisés en mark-to-market, sur la base soit de prix issus de Bloomberg (BGN)® à partir de moyennes contribuées, soit de contributeurs en direct.

Il peut exister un écart entre les valeurs retenues au bilan, évaluées comme indiqué ci-dessus, et les prix auxquels seraient effectivement réalisées les cessions si une part de ces actifs en portefeuille devait être liquidée.

- **Les instruments de types « obligations et assimilés »** sont valorisés sur la base d'une moyenne de prix recueillis auprès de plusieurs contributeurs en fin de journée.

Les instruments financiers dont le cours n'a pas été constaté le jour de l'évaluation ou dont le cours a été corrigé, sont évalués à leur valeur probable de négociation sous la responsabilité de la société de gestion du FCP.

Ces évaluations et leur justification sont communiquées au commissaire aux comptes à l'occasion de ses contrôles.

Toutefois, les instruments suivants sont évalués selon les méthodes spécifiques suivantes :

- **Les instruments de types « titres de créance négociables » :**

- **TCN dont la durée de vie résiduelle est supérieure à 3 mois :**

Les titres de créance négociables faisant l'objet de transactions significatives sont évalués au prix de marché.

En l'absence de transactions significatives, une évaluation de ces titres est faite par application d'une méthode actuarielle, utilisant un taux de référence éventuellement majoré d'une marge représentative des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur.

Taux de référence	
Tcn en Euro	Tcn en devises
Euribor, Swaps OIS et Btf - 3 – 6 – 9 – 12 mois Btan - 18 mois, 2 – 3 – 4 – 5 ans	Taux officiels principaux des pays concernés.

- **TCN dont la durée de vie résiduelle est égale ou inférieure à 3 mois :**

Les TCN dont la durée de vie résiduelle est égale ou inférieure à 3 mois font l'objet d'une évaluation linéaire. Toutefois, en cas de sensibilité particulière de certains de ces titres au marché, cette méthode ne serait pas appliquée.

o **OPC :**

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

Les parts ou actions d'OPC dont la valeur liquidative est publiée mensuellement peuvent être évaluées sur la base de valeurs liquidatives intermédiaires calculées sur des cours estimés.

o **Acquisitions / Cessions temporaires de titres :**

Les titres pris en pension sont évalués à partir du prix de contrat, par l'application d'une méthode actuarielle utilisant un taux de référence (EONIA au jour le jour, taux interbanques à 1 ou 2 semaines, EURIBOR 1 à 12 mois) correspondant à la durée du contrat.

Les titres donnés en pension continuent d'être valorisés à leur prix de marché. La dette représentative des titres donnés en pension est calculée selon la même méthode que celle utilisée pour les titres pris en pension.

o **Opérations à terme fermes et conditionnelles :**

Les contrats à terme et les options sont évalués sur la base d'un cours de séance dont l'heure de prise en compte est calée sur celle utilisée pour évaluer les instruments sous-jacents.

Les positions prises sur les marchés à terme fermes ou conditionnels et du gré à gré sont valorisées à leur prix de marché ou à leur équivalent sous-jacent.

➤ **Les instruments financiers et valeurs non négociés sur un marché réglementé**

Tous les instruments financiers de l'OPC sont négociés sur des marchés réglementés.

➤ **Méthodes d'évaluation des engagements hors-bilan**

Les opérations de hors-bilan sont évaluées à la valeur d'engagement.

La valeur d'engagement pour les contrats à terme fermes est égale au cours (en devise de la SICAV) multiplié par le nombre de contrats multiplié par le nominal.

La valeur d'engagement pour les opérations conditionnelles est égale au cours du titre sous-jacent (en devise de la SICAV) multiplié par le nombre de contrats multiplié par le delta multiplié par le nominal du sous-jacent.

La valeur d'engagement pour les contrats d'échange est égale au montant nominal du contrat (en devise de la SICAV)

Frais de gestion

Les frais de gestion sont calculés à chaque valorisation.

Le taux de frais de gestion annuel est appliqué à l'actif brut (égal à l'actif net avant déduction des frais de gestion du jour) selon la formule ci-après :

$$\frac{\text{Actif brut} \times \text{taux de frais de fonctionnement et de gestion} \times \text{nb jours entre la VL calculée et la VL précédente}}{365 \text{ (ou 366 les années bissextiles)}}$$

Ce montant est alors enregistré au compte de résultat de la SICAV versé intégralement à la société de gestion.

La SICAV effectue le paiement des frais de fonctionnement et notamment :

- . de la gestion financière ;
- . de la gestion administrative et comptable ;
- . de la prestation du dépositaire ;
- . des autres frais de fonctionnement :
 - . honoraires des commissaires aux comptes ;
 - . publications légales (Balo, Petites Affiches, etc...) le cas échéant.

Ces frais n'incluent pas les frais de transactions. Les frais se décomposent de la manière suivante, selon les modalités prévues au règlement :

Frais facturés à la SICAV	Assiette	Taux Barème
Frais de gestion financière	Actif net	1,980% TTC Taux maximum
Frais administratifs externes à la société de gestion	Actif net	0.02% TTC Taux maximum
Commissions de mouvement (TTC) (de 0 à 100% perçues par la société de gestion et de 0 à 100% perçues par le dépositaire) :	Prélèvement maximum sur chaque transaction	Actions France Jusqu'à 100 000 € 1.20% De 100 001 € à 200 000 € 0.78% De 200 001 € à 300 000 € 0.60% Plus de 300 000 € 0.42% Actions Zone Euro hors France Jusqu'à 100 000 € 0.72% De 100 001 € à 200 000 € 0.47% De 200 001 € à 300 000 € 0.36% Plus de 300 000 € 0.25% Actions étrangères hors Zone Euro, change Jusqu'à 100 000 € 0.90% De 100 001 € à 200 000 € 0.61% De 200 001 € à 300 000 € 0.47% Plus de 300 000 € 0.32% Instruments sur marché à terme et autres opérations de 0 à 450€ TTC par contrat
Commission de surperformance	N.A	Néant

Le fonds a pris en charge des frais exceptionnels à hauteur de 28 609,20 euros liés au recouvrement des créances relatives à des retenues à la source payées sur les dividendes perçus de sociétés étrangères

Le mode de calcul du montant des rétrocessions est défini dans les conventions de commercialisation.

- Si le montant calculé est significatif, une provision est alors constituée au compte 617.

- Le montant définitif est comptabilisé au moment du règlement des factures après reprise des éventuelles provisions.

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 :

Sommes Distribuables FR0000299356	ACTIONS
Affectation du résultat net	Capitalisation
Affectation des plus ou moins-values nettes réalisées	Capitalisation

• **EVOLUTION DE L'ACTIF NET en EUR**

	31/03/2020	29/03/2019
Actif net en début d'exercice	787 743 545,57	1 021 465 312,27
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'OPC)	72 818 181,61	150 293 138,28
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'OPC)	-348 856 220,56	-375 730 651,18
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	63 550 044,75	101 981 391,77
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-73 664 567,67	-72 611 274,11
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme		
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme		
Frais de transactions	-7 031 178,54	-7 959 831,06
Différences de change	-23 546 761,22	-21 817 525,63
Variations de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	-46 534 498,45	-18 381 585,14
Différence d'estimation exercice N	-60 336 467,75	-13 801 969,30
Différence d'estimation exercice N-I	13 801 969,30	-4 579 615,84
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	10 303 808,82	10 504 570,37
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur plus et moins-values nettes		
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur résultat		
Autres éléments		
Actif net en fin d'exercice	434 782 354,31	787 743 545,57

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

	Montant	%
Actif		
Obligations et valeurs assimilées		
Obligations et valeurs assimilées		
TOTAL Obligations et valeurs assimilées		
Titres de créances		
Titres de creances		
TOTAL Titres de créances		
Passif		
Opérations de cession sur instruments financiers		
Actions et valeurs assimilées		
TOTAL Opérations de cession sur instruments financiers		
Hors-bilan		
Opérations de couverture		
Actions		
TOTAL Opérations de couverture		
Autres opérations		
Actions		
TOTAL Autres opérations		

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

	Taux fixe	%	Taux variable	%	Taux révisable	%	Autres	%
Actif								
Dépôts								
Obligations et valeurs assimilées								
Titres de créances								
Opérations temporaires sur titres								
Comptes financiers							929 812,76	0,21
Passif								
Opérations temporaires sur titres								
Comptes financiers								
Hors-bilan								
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	%
Actif										
Dépôts										
Obligations et valeurs assimilées										
Titres de créances										
Opérations temporaires sur titres										
Comptes financiers	929 812,76	0,21								
Passif										
Opérations temporaires sur titres										
Comptes financiers										
Hors-bilan										
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'ÉVALUATION DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN**

	SEK		DKK		NOK		Autres devises	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
Actif								
Dépôts								
Actions et valeurs assimilées	186 558 831,94	42,91	101 873 558,86	23,43	27 535 632,36	6,33	10 274 788,11	2,36
Obligations et valeurs assimilées								
Titres de créances								
OPC								
Opérations temporaires sur titres								
Créances	301 023,34	0,07	315 098,76	0,07			238 961,04	0,05
Comptes financiers								
Passif								
Opérations de cession sur instruments financiers								
Opérations temporaires sur titres								
Comptes financiers								
Hors-bilan								
Opérations de couverture								
Autres opérations								

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

	Nature de débit/crédit	31/03/2020
Créances	Ventes à règlement différé	4 432 926,71
	Souscriptions à recevoir	176 164,84
	Rétrocession de frais de gestion	160 559,55
	Coupons et dividendes en espèces	1 701 418,14
Total des créances		6 471 069,24
Dettes	Achats à règlement différé	1 250 071,48
	Rachats à payer	118 033,79
	Frais de gestion	797 266,59
Total des dettes		2 165 371,86

- **NOMBRE DE TITRES ÉMIS OU RACHETÉS**

	En actions	En montant
Actions souscrites durant l'exercice	399 768,132	72 818 181,61
Actions rachetées durant l'exercice	-1 816 688,642	-348 856 220,56
Solde net des souscriptions/rachats	-1 416 920,510	-276 038 038,95

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

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

- **FRAIS DE GESTION**

	31/03/2020
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	12 737 517,28
Pourcentage de frais de gestion fixes	2,00
Frais de gestion variables	
Rétrocessions des frais de gestion	406 016,25

- **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**

	31/03/2020
Titres pris en pension livrée	
Titres empruntés	

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

	31/03/2020
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	31/03/2020
Actions			
Obligations			
TCN			
OPC			16 362 120,00
	FR0013344892	NORDEN FAMILY ACTION IC	1 575 400,00
	FR0011474980	NORDEN SMALL	14 786 720,00
Instruments financiers à terme			

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

	31/03/2020	29/03/2019
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau		
Résultat	7 286 395,75	8 382 501,11
Total	7 286 395,75	8 382 501,11
Affectation		
Distribution		
Report à nouveau de l'exercice		
Capitalisation	7 286 395,75	8 382 501,11
Total	7 286 395,75	8 382 501,11

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

	31/03/2020	29/03/2019
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées		
Plus et moins-values nettes de l'exercice	-28 441 412,45	-8 673 923,15
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice		
Total	-28 441 412,45	-8 673 923,15
Affectation		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	-28 441 412,45	-8 673 923,15
Total	-28 441 412,45	-8 673 923,15

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

	31/03/2016	31/03/2017	29/03/2018	29/03/2019	31/03/2020
Actif net Global en EUR	1 072 624 328,38	1 122 686 496,89	1 021 465 312,27	787 743 545,57	434 782 354,31
Actif net en EUR	1 072 624 328,38	1 122 686 496,89	1 021 465 312,27	787 743 545,57	434 782 354,31
Nombre de titres	5 921 522,610	5 710 126,431	5 215 988,002	4 076 121,675	2 659 201,165
Valeur liquidative unitaire en EUR	181,13	196,61	195,83	193,25	163,50
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR	15,03	7,69	15,22	-2,12	-10,69
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	1,06	3,51	0,34	2,05	2,74

• **INVENTAIRE en EUR**

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
Actions et valeurs assimilées				
Actions et valeurs assimilées négociées sur un marché réglementé ou assimilé				
DANEMARK				
AMBU B	DKK	170 000	3 763 501,38	0,87
CHR.HANSEN HOLDING	DKK	135 966	9 270 657,55	2,13
COLOPLAST B	DKK	93 000	12 295 810,89	2,83
DANSKE BANK AS	DKK	345 000	3 555 318,81	0,82
DEMANT A/S	DKK	210 000	4 238 160,33	0,97
GN GREAT NORDIC	DKK	272 000	11 073 624,40	2,55
ISS AS	DKK	290 000	3 632 869,66	0,84
NOVO NORDISK AS	DKK	410 000	22 480 166,71	5,17
NOVOZYMES B	DKK	140 000	5 802 846,35	1,33
ROCKWOOL INTERNATIONAL AS B	DKK	42 500	7 005 306,75	1,61
ROYAL UNIBREW AS	DKK	125 900	8 272 194,53	1,90
SIMCORP A/S	DKK	137 000	10 483 101,50	2,41
TOTAL DANEMARK			101 873 558,86	23,43
FINLANDE				
HUHTAMAKI OY	EUR	160 000	4 668 800,00	1,07
KESKO OYJ B	EUR	252 000	13 003 200,00	2,99
KONE OY B NEW	EUR	312 290	16 120 409,80	3,72
KONECRANES SHS	EUR	644 000	10 049 620,00	2,31
SAMPO OYJ A	EUR	525 000	13 975 500,00	3,21
TIETOEVRY CORPORATION	EUR	370 000	7 318 600,00	1,68
VALMET CORP	EUR	790 000	14 117 300,00	3,25
TOTAL FINLANDE			79 253 429,80	18,23
NORVEGE				
DNB ASA	NOK	800 000	8 106 055,67	1,86
LEROY SEAFOOD GROUP ASA	NOK	1 250 000	5 547 961,55	1,28
OTELLO CORP ASA	NOK	1 825 079	1 884 913,11	0,43
TELENOR	NOK	910 000	11 996 702,03	2,76
TOTAL NORVEGE			27 535 632,36	6,33
ROYAUME UNI				
ASTRAZENECA PLC	GBP	126 000	10 274 788,11	2,36
TOTAL ROYAUME UNI			10 274 788,11	2,36
SUEDE				
ALFA LAVAL	SEK	520 000	8 239 162,93	1,90
ASSA ABLOY AB	SEK	500 000	8 632 861,91	1,99
ATLAS COPCO AB-B SHS	SEK	480 000	12 936 874,78	2,98
AUTOLIV SWED.DEPOSIT.RECEIPTS	SEK	185 000	8 091 755,78	1,86
ELEKTA AB	SEK	1 721 000	13 012 873,40	2,99
EPIROC AB-B	SEK	975 600	8 832 337,77	2,03
ERICSSON(LM) B	SEK	1 960 000	14 614 473,96	3,36
ESSITY	SEK	380 000	10 696 102,10	2,46
HENNES AND MAURITZ B	SEK	910 000	10 714 499,25	2,46
HEXPOL AB	SEK	990 000	5 427 526,73	1,25
HUSQVARNA AB CL B	SEK	1 370 000	6 293 462,11	1,45

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	Actif Net
SAAB AB	SEK	570 000	10 011 866,16	2,30
SECURITAS AB B	SEK	1 025 000	10 130 964,70	2,33
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN	SEK	860 000	5 314 457,86	1,22
SVENSKA HANDELSBANKEN AB	SEK	700 000	5 353 386,23	1,23
SWEDBANK AB	SEK	350 000	3 568 816,83	0,82
SWEDISH MATCH	SEK	319 000	16 667 080,60	3,84
TELE2 AB	SEK	920 000	11 289 226,17	2,60
THULE GROUP AB	SEK	610 000	9 696 033,11	2,23
VOLVO AB-B-	SEK	640 000	7 035 069,56	1,62
TOTAL SUEDE			186 558 831,94	42,92
TOTAL Actions & val. ass. ng. sur marchés régl. ou ass.			405 496 241,07	93,27
TOTAL Actions et valeurs assimilées			405 496 241,07	93,27
Organismes de placement collectif				
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays				
FRANCE				
AMUNDI CASH CORPORATE IC	EUR	33	7 688 483,10	1,77
NORDEN FAMILY ACTION IC	EUR	20 000	1 575 400,00	0,36
NORDEN SMALL	EUR	104 000	14 786 720,00	3,40
TOTAL FRANCE			24 050 603,10	5,53
TOTAL OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays			24 050 603,10	5,53
TOTAL Organismes de placement collectif			24 050 603,10	5,53
Créances			6 471 069,24	1,49
Dettes			-2 165 371,86	-0,50
Comptes financiers			929 812,76	0,21
Actif net			434 782 354,31	100,00

NORDEN	EUR	2 659 201,165	163,50
---------------	------------	----------------------	---------------

NORDEN
Société d'investissement à capital variable
Siège social : 121, boulevard Haussmann – 75008 Paris
399 380 997 RCS Paris

**RESOLUTION D'AFFECTATION DES SOMMES DISTRIBUABLES
PROPOSÉE A L'ASSEMBLEE GENERALE**

EXERCICE CLOS LE 31 MARS 2020

Deuxième résolution

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

7 286 395,75 €	Somme distribuable afférente au résultat
-28 441 412,45 €	Somme distribuable afférente aux plus et moins-values nettes

et affecte ces sommes au capital social conformément à l'article 28 des statuts

Aucun dividende ne sera donc mis en paiement au titre de cet exercice

Rappel : les sommes distribuables des trois derniers exercices ont été capitalisés