

FCP de droit français

CACPAC MULTI FLEX

RAPPORT ANNUEL

au 31 décembre 2020

Société de gestion : Lazard Frères Gestion SAS
Dépositaire : CACEIS Bank
Commissaire aux comptes : Ernst & Young Autres

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

SOMMAIRE

1 . Caractéristiques de l'OPC	3
2 . Changements intéressant l'OPC	4
3 . Rapport de gestion	5
4 . Informations réglementaires	14
5 . Certification du Commissaire aux Comptes	16
6 . Comptes de l'exercice	21

Informations Clés pour l'Investisseur

Ce document fournit des informations essentielles aux investisseurs de cet OPC. Il ne s'agit pas d'un document promotionnel. Les informations qu'il contient vous sont fournies conformément à une obligation légale, afin de vous aider à comprendre en quoi consiste un investissement dans cet OPC et quels risques y sont associés. Il vous est conseillé de le lire pour décider en connaissance de cause d'investir ou non.

CACPAC MULTI FLEX

FCP

Cet OPCVM est géré par LAZARD FRERES GESTION SAS
FR0011059286 - C

Objectif et politique d'investissement

Objectif de gestion : Le FCP est un Fonds nourricier de l'action RC EUR du Compartiment Lazard Patrimoine de la Sicav Lazard Multi Assets (ci-après le Compartiment-Maitre) dont l'objectif de gestion vise à atteindre, sur la durée de placement recommandée de 5 ans, une performance nette de frais supérieure à celle de l'indicateur de référence composite suivant : 20% MSCI World All Countries +80% ICE BofAML Euro Broad Market Index, en appliquant une gestion de type Investissement Socialement Responsable (ISR). L'indice est rebalancé mensuellement et ses constituants sont exprimés en euro, ils s'entendent dividendes ou coupons nets réinvestis. La performance du FCP pourra être inférieure à celle du Compartiment-Maitre en raison notamment de ses propres frais de gestion et des éventuels frais de couverture.

Politique d'investissement : Le FCP nourricier est investi à hauteur de 95% minimum de son actif net en actions RC EUR du Compartiment-Maitre et, à titre accessoire, en liquidités. Le FCP peut utiliser des futures à hauteur de 5% maximum de l'actif net afin de couvrir le portefeuille aux risques actions, taux et change;

Rappel de la politique d'investissement de l'OPC-Maitre

(Compartiment d'une SICAV) : L'allocation d'actifs du Compartiment est discrétionnaire et vise à optimiser le couple rendement/risque du portefeuille, via la mise en œuvre de 2 stratégies : (1) une gestion dynamique de l'allocation, dans le cadre de mouvements tactiques à horizon moyen terme (quelques mois) ou court terme (quelques semaines). Les mouvements tactiques à horizon moyen terme sont basés sur notre analyse fondamentale du cycle économique global, de la croissance dans les principales zones géographiques et de la valorisation des différentes classes d'actifs et marchés. Ils visent à générer de la performance en profitant des mouvements relatifs des différentes classes d'actifs (actions, taux, crédit, change). Les mouvements tactiques à horizon court terme sont basés sur l'analyse des différents risques pouvant affecter le comportement des actifs à court terme. Ces deux approches de gestion tactique, à court et moyen terme, se veulent complémentaires et décorrélées ; (2) l'application d'un mécanisme de réduction du risque : afin de limiter le risque de baisse de la valeur liquidative, une réduction des différentes expositions (actions, crédit, sensibilité, devises) par rapport au niveau justifié par les fondamentaux peut s'imposer dans des conditions de marché spécifiques. La couverture est déclenchée par le niveau de risque de manière systématique sans s'appuyer sur aucune anticipation. Ce niveau est mesuré à l'aide du suivi quotidien de la performance glissante de l'allocation en place sur quatre horizons de temps. Pour chacun des horizons, si la performance historique glissante excède à la baisse un seuil prédéfini, on obtient un signal qui déclenche une couverture. Chacun des signaux déclenche une couverture à hauteur de 25% de l'allocation cible des expositions actions, crédit, sensibilité et devises. Lorsque les 4 signaux de couverture sont déclenchés, ces expositions sont ainsi totalement couvertes. Pour chacun des horizons, le retrait de la couverture est soumis au franchissement à la hausse de la performance historique glissante d'un seuil prédéfini sur un horizon temporel plus court. La stratégie de couverture, qui n'est pas synonyme de garantie ou de protection du capital, n'a pas pour objectif de dégager une performance supplémentaire à moyen terme mais de maintenir la volatilité du portefeuille sous un niveau annuel de 7% et par conséquent le risque de moins-value. La couverture tactique est déclenchée par le niveau de risque, elle ne s'appuie sur aucune anticipation et vise à protéger le portefeuille des fortes baisses de marché. En raison de la couverture, les porteurs pourraient ne pas bénéficier de la hausse potentielle des cours des actifs sous-jacents. Dans l'hypothèse où le mécanisme de protection est déclenché, le Compartiment ne peut pas se réexposer instantanément. L'allocation stratégique est principalement composée d'obligations et d'instruments monétaires et dynamisée par une exposition aux marchés actions. Le portefeuille peut être investi en obligations d'Etats et privées investment grade, ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion, en obligations spéculatives/ high yield, ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion, ou non notées, en convertibles, en actions d'entreprises de toute taille de capitalisation de la zone européenne et/ou internationale, en titres de créances et instruments du marché monétaire, en OPC investis sur des classes d'actifs, dans les limites suivantes : investissement de 0 à 100% maximum de l'actif net en titres de créances et instruments monétaires ; - investissement de 0 à 100% maximum de l'actif net en dettes d'Etat ; investissement de 0 à 100% maximum de l'actif net en dette privée ; investissement à hauteur de 50% maximum de

l'actif net en obligations spéculatives/high yield ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion ou non notées ; investissement à hauteur de 25% maximum de l'actif net en obligations convertibles (hors Cocos Bonds) ; investissement à hauteur de 20% maximum de l'actif net en obligations convertibles contingentes (Cocos Bonds) ; investissement à hauteur de 10% maximum en OPC n'investissant pas eux-mêmes plus de 10% de leur actif dans d'autres OPC ; ces OPC peuvent être gérés par la société de gestion. Dans le cadre de la gestion ISR, les analystes-gérants actions et obligataires procèdent à l'analyse des sociétés en portefeuille à l'aune de critères extra-financiers. Cette étude est réalisée en prenant en compte des éléments Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance à partir d'un modèle propriétaire partagé par les équipes actions et obligataires. Les analystes-gérants responsables sectoriels établissent ainsi une note ESG interne entre 1 et 5 (5 étant la meilleure note) pour chaque entreprise fondée sur une approche à la fois qualitative et quantitative. Cette analyse ESG interne couvre au minimum 90% des investissements du Compartiment. Processus de sélection ISR actions : l'analyste gestionnaire en charge de la « poche » actions s'assure du maintien d'une notation ESG de la « poche » supérieure à la moyenne des 80% meilleures notes de l'indice MSCI World Developed. Afin de couvrir la plus large part des sociétés de l'univers, il utilise une note ESG externe de 0 à 100 correspondant à une moyenne pondérée (50% pour l'Environnement, 25% pour le Social et 25% pour la Gouvernance) des notes absolues E, S et G fournies par Vigeo Eiris. Processus de sélection ISR obligations : en matière d'émissions « Corporate » (financières incluses), l'analyste-gérant en charge de la « poche » obligataire s'assure du maintien durable d'une notation ESG supérieure à la moyenne des 80% meilleures notes d'un indice composite constitué à 90% du ICE ER00 et à 10% du ICE HEAE. Afin de couvrir la plus large part des sociétés de l'univers, il utilise une note ESG externe de 0 à 100 correspondant à une moyenne pondérée (50% pour l'Environnement, 25% pour le Social et 25% pour la Gouvernance) des notes absolues E, S et G fournies par Vigeo Eiris. En matière d'émissions souveraines et quasi-souveraines, l'équipe de gestion obligataire privilégie principalement celles qui entrent dans le champ des actifs ISR concernés par le label (« obligations vertes » notamment). L'exposition globale du Compartiment au risque action est gérée dans une fourchette comprise entre 0 et 40% maximum de l'actif net (y compris via des instruments dérivés). Les expositions aux actions émergentes et aux actions de petite capitalisation sont respectivement limitées à 10%. L'exposition globale du Compartiment au risque de taux est pilotée dans une fourchette de sensibilité comprise entre -5 et +10 L'exposition du Compartiment au risque de change est limitée à 50% de l'actif. Le Compartiment peut utiliser des futures, des options des swaps et du change à terme, négociés sur des marchés réglementés et/ou organisés et/ou de gré à gré pour couvrir et/ou exposer et ainsi porter l'exposition du Compartiment au-delà de l'actif net. Le portefeuille est exposé aux risques actions, de taux, de crédit ou de change, dans une enveloppe de risque fixée par une VaR absolue. La VaR correspond à la perte potentielle dans 99% des cas sur un horizon de 20 jours ouvrés dans des conditions normales de marché. Le niveau de la VaR sera inférieur à 15% et le levier n'excèdera pas 400% brut. L'actif du Compartiment peut être investi jusqu'à 100% en titres intégrant des dérivés.

Affectation des sommes distribuables :

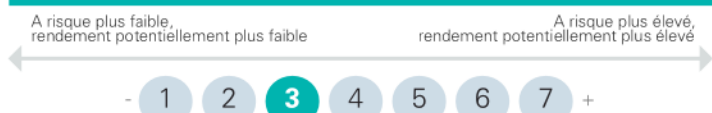
Affectation du résultat net : Capitalisation
Affectation des plus-values nettes réalisées : Capitalisation

Durée de placement recommandée : Cet OPC pourrait ne pas convenir aux investisseurs qui prévoient de retirer leurs apports dans un délai de 3 ans.

Faculté de rachat : Les ordres sont exécutés conformément au tableau figurant ci-dessous :

J ouvré	Jour d'établissement de la VL (J)	J+1 ouvré	J+2 ouvrés
Réception quotidienne des ordres et centralisation quotidienne avant 10h00 (heure de Paris) des ordres de rachat	Exécution de l'ordre au plus tard en J	Publication de la valeur liquidative	Règlement des rachats

Profil de risque et de rendement



Explication de l'indicateur et ses principales limites :

L'exposition diversifiée au marché actions et au risque de change explique le classement de l'OPC dans cette catégorie. Les données historiques utilisées pourraient ne pas donner une indication fiable du profil de risque futur de l'OPC. Rien ne garantit que la catégorie affichée demeure inchangée, et le classement est susceptible d'évoluer

Autres facteurs de risques importants non pris en compte dans l'indicateur :

- **Risque de crédit :** Risque éventuel de dégradation de la signature d'un émetteur ou celui de sa défaillance qui induira une baisse du cours du titre.
- **Risque de liquidité :** Risque lié à la faible liquidité des marchés sous-jacents qui les rends sensibles à des mouvements significatifs d'achats et de ventes.
- **Risque de contreparties :** Risque de défaillance d'une contrepartie la conduisant à un défaut de paiement.
- **Risque lié aux dérivés :** Le recours à ce type d'instruments financiers peut amplifier le risque de pertes.

2. CHANGEMENTS INTÉRESSANT L'OPC

Lazard Frères Gestion a décidé pour le FCP **CACPAC MULTI FLEX** (FR0011059286), les modifications suivantes :

Rôle du conseiller :

CAC Pacifique Finance conseille Lazard Frères Gestion SAS dans l'allocation tactique du FCP.

Le rôle du Conseiller est de proposer d'éventuelles évolutions de l'investissement du Fonds nourricier dans le Fonds maître, en fonction de ses anticipations sur les performances relatives des classes d'actifs qui composent le Fonds maître.

Le Conseiller n'est pas amené à prendre des décisions pour le compte du FCP, dont la gestion relève de la compétence et de la responsabilité de la société de gestion.

- Date d'effet : **19/05/2020.**

Le FCP **CACPAC MULTI FLEX** (FR0011059286), est le Fonds nourricier de la part RC du FCP LAZARD PATRIMOINE. Le label ISR pour le compartiment LAZARD PATRIMOINE a été obtenu en date du **15 septembre 2020.**

En conséquence, il a été souhaitable de modifier la dénomination du compartiment, Lazard Patrimoine a été modifié en **LAZARD PATRIMOINE SRI.**

- **Date d'effet : 15/09/2020.**

PERFORMANCE

La performance de l'OPC sur la période est de : +2,27%.

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 : +4,85%.

ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

Economie

L'année 2020 aura été une année hors norme. La pandémie de Covid-19 a entraîné une récession économique brutale au premier semestre, les gouvernements adoptant des mesures drastiques pour freiner la circulation du virus et atténuer les pressions sur les systèmes de santé. L'amélioration de la situation sanitaire a ensuite amené une levée progressive des mesures de restriction à partir du mois de février en Chine et à partir du mois d'avril aux Etats-Unis et en Europe, permettant un fort rebond de la production mondiale au troisième trimestre. Le niveau d'activité restait toutefois inférieur à ses niveaux d'avant la pandémie. Le rythme de la reprise s'est atténué au quatrième trimestre, surtout en Europe où des mesures de confinement ont été réintroduites. Néanmoins, les perspectives d'une sortie de crise se sont améliorées, grâce aux nouvelles encourageantes sur les vaccins. Sur cette toile de fond, les banques centrales et les pouvoirs publics ont mis en œuvre des mesures de soutien d'une ampleur inédite. Celles-ci ont permis de limiter l'impact de la crise sur la situation financière du secteur privé, au prix d'un creusement important des déficits budgétaires.

Aux Etats-Unis, le PIB baissait de -2,8% sur un an au T3 2020. Le taux de chômage augmentait de 3,6% à 6,7% avec un sommet à 14,8% en avril. L'inflation sur un an ralentissait de +2,3% à +1,4% au global et de +2,3% à +1,6% hors énergie et alimentation. La Fed a multiplié les annonces de soutien : une baisse cumulée de son taux directeur de 150 points de base, à 0% -0,25%, un programme d'achats illimités de bons du trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires ainsi qu'un programme de prêts pour les entreprises et les collectivités locales. Jérôme Powell a indiqué, en septembre, que la Fed tolérerait une inflation supérieure à 2% pour compenser les périodes d'inflation plus faible. Le Congrès américain a adopté deux plans de soutien budgétaire massifs : un premier plan de 10,7% du PIB en mars et un second plan de 4,3% du PIB en décembre. Le candidat démocrate Joe Biden a remporté les élections présidentielles. Les démocrates ont conservé leur majorité à la chambre des représentants et pris le contrôle du sénat.

Dans la zone euro, le PIB reculait de -4,3% sur un an au T3 2020. Il baissait de -4,0% en Allemagne, de -3,9% en France, de -5,0% en Italie et de -9,0% en Espagne. Le taux de chômage augmentait de 7,4% à 8,3% avec un sommet à 8,7% en juillet. L'inflation sur un an ralentissait de +1,3% à -0,3% au global et de +1,3% à +0,2% hors énergie et alimentation. La BCE a annoncé, en mars, une augmentation de 120 Mds d'euros de son programme d'achat d'actifs (APP) ainsi qu'un nouveau programme d'achat d'urgence face à la pandémie (PEPP) de 750 Mds d'euros. Le PEPP a été augmenté de 600 Mds EUR en juin et de 500 Mds EUR en décembre, portant l'enveloppe totale à 1850 Mds EUR. Les termes du programme de prêts à long terme à taux négatifs ont été ajustés. En juillet, les pays de l'UE sont parvenus à un accord sur un plan de relance européen de 750 Mds d'euros, un montant équivalent à 5,4% du PIB.

En Chine, le PIB progressait de +4,9% sur un an au T3 2020. En novembre, la production industrielle progressait de +7,0% sur un an, l'investissement de +9,7% et les ventes au détail en volume de +6,1%. Le taux de chômage était stable à 5,2% avec un sommet à 6,2% en février. L'inflation sur un an ralentissait de +4,5% à +0,2% au global, en raison principalement d'un ralentissement des prix du porc, et de +1,4% à +0,4% hors énergie et alimentation. La Banque centrale chinoise a notamment abaissé son taux directeur de 30 points de base, à 2,95%, et réduit le coefficient des réserves obligatoires de 50 points de base pour les banques, à 12,50% pour les grandes banques et à 10,50% pour les petites et moyennes banques. Le gouvernement a annoncé des mesures de soutien pour un montant de 4,7% du PIB.

Marchés

Les marchés actions avaient plutôt bien débuté l'année 2020, portés par la réduction des tensions commerciales sino-américaines et les premiers signes de reprise économique. Ils se sont effondrés à partir de fin février, quand l'épidémie de coronavirus en Chine s'est propagée au reste du monde. Le mouvement a été d'une violence inouïe et très rapide, l'Euro Stoxx cédant près de 40% en un mois à peine.

Après s'être effondrés au premier trimestre, les marchés actions ont fortement rebondi au deuxième trimestre, grâce à la levée des mesures de restriction en Europe et aux Etats-Unis, au redémarrage de l'activité mondiale et au renforcement des mesures de soutien monétaires et budgétaires. Fin juin, les marchés actions avaient comblés une grande partie de leur baisse précédente.

Avec l'espoir de nouvelles mesures de soutien et les avancées sur le front des vaccins, le rattrapage s'est poursuivi au début du troisième trimestre. Il a été interrompu par une correction en septembre, sous l'effet d'une forte baisse des valeurs technologiques américaines et des craintes d'un nouveau confinement en Europe, dans un contexte d'incertitudes politiques aux Etats-Unis.

Puis les marchés actions ont enregistré des performances exceptionnelles au quatrième trimestre, les bonnes nouvelles sur les vaccins, l'approbation d'un nouveau plan de relance budgétaire aux Etats-Unis et l'accord sur le Brexit prenant le pas sur la réintroduction de mesures de confinement en Europe.

Au final, sur douze mois, l'indice MSCI World All Country en dollar a progressé de +14,3%. Cela masque toutefois des différences importantes entre les marchés. Le S&P 500 en dollars a progressé de +16,3% sur un an tandis que l'Eurostoxx en euros a reculé de -1,6%.

Sur le marché obligataire, les rendements des obligations d'Etat ont chuté. Le taux à 10 ans du Trésor américain est passé de 1,92% à 0,91%, avec un point bas historique à 0,51% le 04 août, et le taux à 10 ans de l'Etat allemand de -0,19% à -0,57%, avec un point bas historique à -0,86% le 9 mars. Les marges de crédit des pays périphériques par rapport à l'Allemagne se sont nettement resserrées en Italie (-48 points de base) et en Grèce (-46 points de base) tandis qu'elles sont restées à peu près stables en Espagne (-4 points de base) et au Portugal (-3 points de base).

Sur le compartiment du crédit européen, les marges de crédit se sont nettement écartées au premier trimestre 2020 avant de se resserrer fortement. D'après les indices ICE Bank of America, elles sont passées de 94 à 93 points de base pour les émetteurs de bonne qualité, avec un point haut à 234 début avril, et de 308 à 355 points de base pour les émetteurs à haut rendement, avec un point haut à 866 fin mars.

Sur le marché des changes, l'euro s'est apprécié de +8,9% contre le dollar, de +3,6% contre le yen et de +5,7% contre la livre sterling. Il se dépréciait de -0,4% contre le franc suisse. Les devises émergentes se sont en moyenne dépréciées de -5,8% contre le dollar, d'après l'indice de JPMorgan.

S'agissant des matières premières, le prix du baril de Brent a baissé de 23% sur un an, passant de 66 dollars à 51 dollars, avec un point bas à 19 dollars le 21 avril.

POLITIQUE DE GESTION

Allocation d'actifs

Portés par la réduction des incertitudes commerciales et les signes de stabilisation de la croissance mondiale, les actifs risqués ont bien débuté l'année pour atteindre un pic autour du 20 janvier. L'épidémie de coronavirus en Chine a ensuite entraîné un retournement, par crainte d'un impact économique important sur la croissance chinoise et mondiale par contagion. En janvier, dividendes réinvestis, l'indice MSCI des pays émergents a reculé de 4,7% en dollar, le Topix de 2,1% en yen et l'Euro Stoxx de 1,7%. Le S&P 500 est stable en dollar. Les inquiétudes ont soutenu l'indice BofAML des obligations d'Etat de la zone euro (+2,4%) en faisant chuter le taux à 10 ans de l'Etat allemand (-25 points de base). Le crédit a bien résisté. D'après les indices iBoxx, les obligations investment grade ont progressé de +1,2%, les obligations financières subordonnées de +0,6% et les obligations high yield en euro les plus liquides de +0,1%. L'euro s'est déprécié contre le dollar (-1,1%) et le yen (-1,3%).

Nous avons maintenu l'allocation d'actif sur le mois

Bien orientés en début de mois, les marchés d'actions se sont retournés violemment quand il s'est avéré que l'épidémie de coronavirus se diffusait en dehors de la Chine ; en Corée du Sud et en Italie notamment. Sur le mois de février, dividendes réinvestis, le S&P 500 baisse de -8,3%, le MSCI des pays émergents de -5,3% (tous deux en dollar), l'Euro Stoxx baisse de -7,9% et le Topix de -10,3% en yen. La correction des actions s'est accompagnée d'une chute des taux d'Etats allemands et américains (respectivement -17 et -36 points de base pour les taux à 10 ans) tandis que les spreads des pays périphériques de la zone euro et de crédit s'écartaient fortement. L'indice BofAML des obligations d'Etat de la zone euro progressait de +0,4% alors que le crédit baissait. D'après les indices iBoxx, les obligations investment grade ont baissé de -0,4%, les obligations financières subordonnées de -1,0% et les obligations high yield en euro les plus liquides de -2,0%. L'euro s'est déprécié contre le dollar (-0,7%) et le yen (-0,9%).

La hausse des cas de Covid-19 en dehors de la Chine nous a fait craindre une diffusion mondiale de l'épidémie et une perturbation des chaînes de production mondiales. Nous avons réduit l'exposition aux actions américaines et euro de 2,4% chacune (CAC 40 à 6058). Nous avons également réduit de moitié la sensibilité négative aux taux d'Etat américains (+1 point, 10 ans à 1,49) et remonté la sensibilité aux taux d'Etat allemand (+2 point, 10 ans à -0,49). La baisse de la dernière semaine du mois nous étant parue excessive, nous avons remonté l'exposition aux actions américaines et euro de 2,4% chacune (CAC 40 à 5230) le tout dernier jour du mois. Ce même jour, le déclenchement du premier signal du mécanisme systématique de réduction du risque nous a amené à couvrir un quart des expositions en place dans le portefeuille : allègement des actions américaines (-2,9%), euro (-1,6%), britanniques (-0,3%), japonaises (-0,2%) et émergentes (-0,7%), sur CAC 40 à 5360, réduction de la sensibilité négative aux taux d'Etat américains (+0,25 point, 10 ans US à -0,60) de la sensibilité aux taux d'Etat allemand (-0,5 point, 10 ans allemand à -0,60) et de l'exposition au dollar (-2,5%).

La diffusion de l'épidémie en Europe, puis aux Etats-Unis et dans l'ensemble du monde, et les mesures de confinement adoptées en conséquence, se sont traduites par une véritable panique sur les marchés financiers. Les mesures colossales de soutien aux entreprises et aux ménages annoncées par les Etats pour faire face à l'arrêt de l'activité ont même, sur une période de quelques jours, poussé les taux à la hausse, ajoutant à la déroute des actions et des obligations privées celle des obligations d'Etats. L'intervention massive des banques centrales pour acheter des obligations a permis aux taux obligataires de rebaisser. Les actions se sont reprises en fin de mois face à l'ampleur des mesures budgétaires et monétaires annoncées. En mars, dividendes réinvestis, le S&P 500 a affiché une performance de -12,4% en dollar, l'Euro Stoxx de -16,9% en euro, le Topix de -6,0% en yen et le MSCI des marchés émergents de -15,3% en dollar. L'euro a été stable contre le dollar et a baissé de -0,4% contre le yen. Les taux d'Etats à 10 ans ont bougé de -48 points de base aux Etats-Unis et +14 points de base en Allemagne. Tous les indices obligataires en euro sont en baisse : -3,4% pour l'indice BofAML des obligations d'Etat de la zone euro, -6,9% pour l'indice iBoxx des obligations privées investment grade, -9,0% pour celui des obligations financières subordonnées et -13,3% pour celui des obligations high yield en euro les plus liquides.

La forte baisse des actifs financiers a amené le mécanisme systématique de réduction du risque à se déclencher pour couvrir les trois quarts de l'allocation cible encore en place. Les expositions résiduelles du portefeuille aux risques actions, taux devise et crédit ont ainsi été couvertes en trois temps. Le mécanisme s'est déclenché alors que le CAC 40 se trouvait respectivement à 4708, 3975 et 3880 (les 9 mars, 12 mars et 16 mars). Le rebond des marchés dans la seconde quinzaine du mois a permis de remettre en place un quart de l'allocation cible le 27 mars (CAC 40 à 4339). En termes de décisions de gestion discrétionnaires, le fort écartement des spreads de crédit nous a amenés à renforcer les positions en crédit financier subordonné et high yield d'un tiers le 10 mars. Le 12 mars, après 30% de baisse, il nous a semblé que la correction des actions prenait une ampleur disproportionnée par rapport à l'impact prévisible sur les résultats des sociétés, qui devraient être très pénalisés sur un ou deux trimestres avant de rebondir fortement dans un second temps. Nous avons alors renforcé les actions américaines et les actions de la zone euro de +1,2% chacune.

Les marchés actions ont fortement rebondi en avril, portés par les signes de redémarrage de l'activité en Chine, la perspective de sortie du confinement en Europe et aux Etats-Unis dans un contexte d'amélioration de la situation épidémique, les réponses monétaires et budgétaires massives apportées un peu partout dans le monde et l'espoir d'un traitement contre le COVID-19. Ces facteurs ont relégué au second rang les mauvaises statistiques économiques. Dividendes réinvestis, le S&P 500 a progressé de +12,8% en dollar, l'Euro Stoxx de +6,5% en euro, le Topix de +4,3% en yen et le MSCI des marchés émergents de +9,2% en dollar. L'euro s'est déprécié de 0,7% contre le dollar et de 1,0% contre le yen. Les taux d'Etats à 10 ans ont baissé de 3 points de base aux Etats-Unis et de 12 points de base en Allemagne. Les indices obligataires en euro sont en hausse : +0,4% pour l'indice BofAML des obligations d'Etat de la zone euro, + 3,7% pour l'indice iBoxx des obligations privées investment grade, +5,9% pour celui des obligations financières subordonnées et +6,2% pour celui des obligations high yield en euro les plus liquides.

Le rebond des actifs risqués a permis le retrait des couvertures mises en place pendant la baisse de mars à savoir trois quarts de l'allocation cible. La réexposition s'est faite sur des niveaux de CAC 40 de respectivement 4353, 4547 et 4451 (les 6, 14 et 23 avril). A l'occasion de ces mouvements, le poids des actions est remonté d'environ 23%.

En début de mois, nous avons allégé le fonds Lazard Small Caps Euro de 1% en faveur des actions euro de grande capitalisation. Peu après, jugeant un déconfinement probable dans les prochaines semaines et que les mesures de soutien et de relance annoncées ou à venir aux Etats-Unis devraient tirer les taux à la hausse, nous avons accentué la sensibilité négative au taux 10 ans américain (-0,5 point à 0,76). Nous avons ensuite allégé les actions américaines de 0,8% en faveur des actions euro. Enfin, nous avons allégé les actions euro et américaines de 0,6% chacune dans le cadre du rebalancement du l'indice de fin de mois (CAC 40 à 4572).

Le rebond des marchés actions mondiaux s'est poursuivi en mai, en dépit d'un regain des tensions sino-américaines. Les investisseurs ont salué la levée des mesures de confinement en Europe et aux Etats-Unis, l'absence de redémarrage de l'épidémie dans les pays qui se sont déconfinés les premiers, la confirmation de la reprise économique en Chine et le plan de relance de 750 Mds d'euros présenté par la Commission européenne.

Dividendes réinvestis, l'Euro Stoxx a progressé de +5,2% en euro, le S&P 500 de +4,8% en dollar, le Topix de +6,8% en yen et le MSCI des marchés émergents de +0,8% en dollar. Le taux de l'Etat à 10 ans a monté de 14 points de base en Allemagne et était stable aux Etats-Unis. L'euro s'est apprécié de +1,3% contre le dollar et de +2,0% contre le yen. Les indices obligataires en euro sont en hausse, particulièrement l'indice iBoxx des obligations high yield les plus liquides à +2,9%. L'indice BofAML des obligations d'Etat de la zone euro et les indices iBoxx des obligations privées investment grade et des obligations financières subordonnées progressent entre +0,2% et +0,3%.

En fin de mois, nous avons allégé les actions euro de 0,5% dans le cadre du rebalancement de l'indice (CAC 40 à 4695).

Les actifs risqués ont débuté le mois en forte hausse, soutenus par des statistiques économiques meilleures qu'attendues, l'annonce par la BCE de l'augmentation de ses achats d'actifs et l'annonce d'un plan de relance en Allemagne. Le mouvement s'est inversé avec l'augmentation des nouveaux cas de coronavirus dans certains états du sud et de l'ouest des Etats-Unis. Les marchés ont ensuite oscillé au gré des espoirs de reprise économique, d'un nouveau plan de relance aux Etats-Unis et des craintes de résurgence de l'épidémie. Au final, dividendes réinvestis, l'Euro Stoxx a progressé de +4,9% en euro, le S&P 500 de +2,0% en dollar et le MSCI des marchés émergents de +7,4% en dollar. Le Topix a reculé de -0,2% en yen. Les taux d'Etat à 10 ans allemand et américain sont globalement stables. L'euro s'est apprécié de +1,3% contre le dollar et le yen. Les indices obligataires en euro sont en hausse : +1,0% pour l'indice BofAML des obligations d'Etats, +1,3% pour l'indice iBoxx des obligations privées investment grade, +1,2% pour celui des obligations financières subordonnées et +1,8% pour celui des obligations high yield.

En fin de mois, nous avons mis une place une poche d'actions internationales des pays développés gérée en direct incluant les actions japonaises et britanniques. L'exposition aux actions émergentes reste prise via des contrats futures. Dans la poche obligataire, nous avons mis en place une gestion en direct du high yield et cédé le fonds Candriam Bonds Euro High Yield ; nous avons également cédé Lazard Credit Fi au profit d'obligations en direct.

Les actifs risqués ont affiché de bonnes performances en juillet, soutenus par des publications économiques supérieures aux attentes, les espoirs de nouvelles mesures de soutien et les avancées dans la recherche d'un vaccin contre le COVID-19. Ces facteurs l'ont emporté sur les craintes liées à la propagation de l'épidémie aux Etats-Unis et à la résurgence des tensions sino-américaines. Les marchés d'actions ont évolué en ordre dispersé. Dividendes réinvestis, le S&P 500 a progressé de +5,6% en dollar et le MSCI des marchés émergents de +8,9% en dollar. L'Euro Stoxx a reculé de -0,9% en euro et le Topix de -4,0% en yen. L'euro s'est nettement apprécié contre le dollar (+4,8%) et contre le yen (+2,9%).

Les taux d'Etat à 10 ans allemand et américain se sont repliés et les indices obligataires en euro sont en hausse : +1,1% pour l'indice BofAML des obligations d'Etat et +1,5% pour les indices iBoxx des obligations privées investment grade, pour celui des obligations financières subordonnées et pour celui des obligations high yield.

En toute fin de mois, nous avons pris du profit sur les actions américaines que nous avons allégées de 5% (S&P 500 à 3255) pour ramener leur poids à celui de l'indice. Simultanément, nous avons renforcé les actions euro de +0,3% (CAC 40 à 4865).

Les marchés d'actions ont enregistré d'excellentes performances en août, sur fond de bonnes surprises économiques, de résultats meilleurs qu'attendus et des avancées du vaccin contre la COVID. Malgré l'absence d'accord budgétaire au Congrès, les indices américains ont atteint des sommets, largement portés par les valeurs technologiques. Le reflux de l'épidémie aux Etats-Unis a soutenu le marché américain alors que le marché européen était freiné par le rebond des contaminations et la poursuite de l'appréciation de l'euro (+1,3% contre le dollar et le yen). Dividendes réinvestis, le S&P 500 a progressé de +7,2% en dollar, l'Euro Stoxx de +3,5%, le Topix de +8,2% en yen et le MSCI des marchés émergents de +2,2% en dollar. Les bonnes statistiques économiques ont poussé les taux d'Etats à la hausse, faisant baisser l'indice BofAML des obligations d'Etats en euro de -0,8%. Les indices de crédit iBoxx ont progressé : +0,2% pour les obligations investment grade, +1,0% pour les obligations financières subordonnées et +1,4% pour les obligations high yield.

En fin de mois, dans le cadre du rebalancement de l'indice, nous avons allégé les actions euro de -0,2% (CAC 40 à 4947). Nous avons ajusté l'exposition au dollar de -1,2% (parité à 1,1950).

Les actifs risqués ont enregistré une correction en septembre, pénalisés par la baisse des valeurs technologiques américaines, la crainte d'un nouveau confinement en Europe qui voit la réintroduction de mesures restrictives, les tensions relatives au Brexit et les incertitudes politiques aux Etats-Unis. Dividendes réinvestis, le S&P 500 baisse de -3,8% en dollar, l'Euro Stoxx de -1,8% en euro et le MSCI des marchés émergents de -1,6% en dollar. Le Topix progresse de +1,3% en yen. L'indice BofAML des obligations d'Etats monte de +1,4%, soutenu par la baisse du taux à 10 ans de l'Etat allemand (-0,13%). Les indices iBoxx des obligations privées progressent de +0,3% pour l'investment grade et reculent de respectivement -0,6% et -0,2% pour les obligations high yield et financières subordonnées. La dégradation de la situation sanitaire en Europe a pesé sur l'euro (-2,1% contre le dollar et -2,2% contre le yen).

Nous avons transféré la couverture de la sensibilité aux taux d'intérêt des 5 ans et 10 ans d'Etat allemands au 30 ans (niveaux respectifs de -0,68, -0,49 et -0,05) et la sensibilité négative du 10 ans au 30 ans américain (niveaux respectifs de 0,67 et 1,42), pour réduire le portage négatif de ces positions et dans l'anticipation d'une potentielle pentification de la courbe des taux suite au discours du président de la Fed annonçant une tolérance à une inflation dépassant temporairement sa cible.

« Les actions des pays développés ont enregistré une nouvelle correction en octobre, dans un contexte incertain lié à la multiplication des mesures de confinement en Europe et à l'élection présidentielle américaine. Dividendes réinvestis, l'Euro Stoxx baisse de -5,7%, le S&P 500 en dollar de -2,7% et le Topix en yen de -2,8%. A l'inverse, l'indice MSCI des marchés émergents en dollar monte de +2,1%. La baisse du taux allemand à 10 ans (-10 points de base) a soutenu l'indice ICE BofA des obligations d'Etat qui monte de +1,4%. Les indices iBoxx des obligations privées montent de respectivement +0,8% pour l'investment grade, +0,3% et +0,2% pour les obligations high yield et financières subordonnées. L'euro se déprécie de -0,6% contre dollar et de -1,4% contre yen.

En fin de mois, dans le cadre du rebalancement de l'indice, nous avons renforcé les actions euro de +0,3% (CAC 40 à 4594). »

Les actifs risqués ont enregistré des performances exceptionnelles en novembre, les bons résultats des vaccins contre la covid-19 laissant espérer une reprise durable de l'activité avec le reflux de l'épidémie. L'amélioration des perspectives économiques a pris le pas sur le renforcement des mesures de confinement en Europe. La victoire de Joe Biden à l'élection présidentielle américaine a également été bien accueillie. Dividendes réinvestis, l'Euro Stoxx a progressé de +17,0%, le S&P 500 de +10,9% en dollar, le Topix de +11,1% en yen et l'indice MSCI des marchés émergents de +9,2% en dollar. La rotation sectorielle a été forte et en faveur des valeurs cycliques. L'indice ICE BofA des obligations d'Etat en euro a été quasi stable (+0,1%) malgré la tension du taux à 10 ans de l'Etat allemand (+6 points de base). Les indices iBoxx de crédit ont monté de respectivement +4,0% et +2,3% pour les obligations high yield et financières subordonnées et de +1,0% pour l'investment grade. L'euro s'est apprécié de +2,4% contre dollar et de +2,0% contre yen.

En début de mois, nous avons accentué la sensibilité négative au taux d'Etat américain à 30 ans (-1 point à 1,66%) en remontant en contrepartie la sensibilité au taux d'Etat allemand à 30 (+1 point à -0,21%) dans la perspective d'une pentification de la courbe des taux américaine. Alors que la victoire de Joe Biden se dessinait, nous avons renforcé les actions américaines de +2,6% (S&P 500 à 3490) et euro de +2,2% (CAC 40 à 4980). Comme nous considérons que la mise au point d'un vaccin contre la COVID-19 constituait la principale voie pour permettre un retour à la normale de l'activité et relancer une nouvelle phase d'expansion économique, l'annonce des premiers résultats positifs par Pfizer nous a amenés à encore renforcer les actions américaines de +0,9% (S&P à 3630) et européennes de +0,6% (CAC à 5300). Nous avons réalloué géographiquement la poche actions en allégeant les Etats-Unis de -1,4% et l'Europe de -0,9% en faveur du Japon +0,7% et des pays émergents +1,5%. En fin de mois, nous avons couvert partiellement le dollar pour 3,5% de l'actif (eurodollar à 1,1878). Dans le cadre du rebalancement mensuel de l'indice, nous avons allégé les actions américaines de -0,9% (S&P à 3622) et européennes de -0,7% (CAC à 5519).

Malgré le renforcement des restrictions sanitaires en Europe et l'apparition d'une nouvelle souche de coronavirus qui serait plus contagieuse, les marchés d'actions ont poursuivi leur hausse en décembre portés par le début des campagnes de vaccination, l'approbation d'un nouveau plan de relance budgétaire aux Etats-Unis et l'accord sur le Brexit. Dividendes réinvestis, l'Euro Stoxx a progressé de +2,1%, le S&P 500 de +3,8% en dollar, le Topix de +3,0% en yen et l'indice MSCI des marchés émergents de +7,4% en dollar. L'indice ICE BofA des obligations d'Etat en euro a été quasi stable (+0,1%) comme le taux à 10 ans de l'Etat allemand. Les indices iBoxx de crédit en euro ont monté de +0,7% pour les obligations high yield et financières subordonnées et de +0,2% pour l'investment grade. L'appréciation de l'euro face au dollar (+2,4%) et face au yen (+1,0%) s'est poursuivie.

En début de mois, nous avons mis en place la couverture d'environ un quart des positions en obligations high yield suite au resserrement important des spreads depuis fin octobre via un achat de protection pour 1,2% de l'actif (iTraxx Xover à 249). Nous avons ajusté l'exposition aux actions euro de -1,1% (CAC 40 à 5571).

Poche Obligataire

Le mois de janvier est marqué par un fort rebond des marchés obligataires dans un contexte d'apaisement des relations sino-américaines et de dissipation temporaire des craintes d'un Brexit sans accord.

Les banques centrales adoptent un ton plus accommodant suite aux publications d'indicateurs économiques décevants des derniers mois, entraînant une forte détente des rendements. La courbe des taux d'Etat allemand s'aplatit durant le mois, avec une baisse des rendements de 15 bps à 0,15% sur le 10 ans, de -1 bp à -0,32% sur le 5 ans, et une hausse de 5 bps à -0,56% sur le 2 ans. L'ensemble des dettes souveraines de la zone euro s'apprécie. Néanmoins, le fort resserrement du spread italien 10 ans est en partie effacé en fin de mois, par la publication décevante du PIB italien qui ravive les craintes concernant la soutenabilité des finances publiques.

Dans ce contexte, le crédit s'apprécie fortement sur le mois. La marge contre Etat se resserre de 11 bps pour le crédit financier Senior à 119 bps, de 10 bps pour le crédit corporate IG à 140 bps et de 26 bps pour les financières subordonnées à 238 bps (indices Merrill Lynch).

La structure du portefeuille obligataire évolue. L'exposition aux emprunts d'Etat est baissée au profit des emprunts privés. Le poids des obligations souveraines principalement françaises passe de 68% à 56% fin décembre de la partie allouée aux obligations.

Les inquiétudes sur la croissance mondiale et particulièrement en Europe (faiblesse du PIB allemand et chute brutale des ventes au détail US) entraînent une forte détente des taux souverains. Les inquiétudes concernant la poursuite du cycle engendrent un ajustement des anticipations de marché sur le rythme de resserrement monétaire de la BCE, avec une détente des taux allemands sur un point bas depuis octobre 2016.

En fin de mois, la publication de statistiques économiques américaines bien orientées (confiance des consommateurs, PIB au T4-2018) ainsi que les espoirs de succès des négociations commerciales sino-américaines permettent d'inverser la tendance les taux souverains. La courbe des taux d'Etat allemand s'aplatit durant le mois, avec une hausse des rendements de 3 bps à 0,18% sur le 10 ans, de 4 bps à -0,28% sur le 5 ans, et de 4 bps à -0,52% sur le 2 ans.

Le PIB 2019 italien a quant à lui subi la plus forte révision (+0,2% vs +1,2% précédemment), renforçant les craintes sur l'exécution du budget et alimentant un écartement des spreads italiens.

A l'exception de l'Italie, les spreads des souverains périphériques se resserrent sur le mois, en particulier pour le Portugal avec une baisse du spread 10 ans de 19 bps.

Le crédit s'apprécie fortement et les flux entrants sur la classe d'actif crédit sont positifs sur le mois. La marge contre Etat se resserre de 16 bps pour le crédit financier Senior à 104 bps, de 14 bps pour le crédit corporate IG à 128 bps et de 20 bps pour les financières subordonnées à 218 bps (indices Merrill Lynch).

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de légère tension des taux de référence et d'appréciation du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains.

Les craintes d'un ralentissement de l'économie ont entraîné une forte détente des rendements, amplifiées par les statistiques décevantes en Europe et aux Etats-Unis (PMI manufacturier en Allemagne et chiffres de l'emploi aux US). En effet, les taux souverains ont atteint des niveaux records: le Bund affichant un rendement négatif de - 0.07%, plus bas niveau depuis octobre 2016. Par ailleurs, la Fed comme la BCE ne prévoient pas de hausse des taux en 2019. Mario Draghi a annoncé le lancement d'une nouvelle série de prêts à long terme ciblés pour les banques de la zone euro (TLTRO III) à partir de septembre 2019.

Enfin, les avancées dans les négociations sino-américaines, les flux entrants sur le marché du crédit et un marché primaire en retrait ont contribué à la réduction des primes de risque de crédit. Les dettes corporates seniors et hybrides surperforment sur le mois.

La marge contre Etat se resserre de 4 bps pour le crédit financier Senior à 102 bps, de 8 bps pour le crédit corporate IG à 120 bps alors qu'elle s'écarte légèrement pour les financières subordonnées de 2 bps à 220 bps (indices Merrill Lynch).

Evolution contrastée pour les souverains périphériques : les spreads 10 ans de l'Espagne et du Portugal s'écartent de 9 bps et de 3 bps respectivement alors que le spread italien est stable sur le mois. L'agence S&P a relevé la note du Portugal d'un cran de BBB- à BBB.

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de forte détente des rendements et d'appréciation du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains.

Le mois d'avril a été marqué par une tension des taux souverains liée à de meilleures statistiques économiques en Europe (PMI des services) et en Chine. Malgré des indices PMI manufacturiers décevants en Allemagne, le rendement du Bund progresse de 8 bps sur le mois, repassant en territoire positif. Par ailleurs, la confirmation de la notation italienne à BBB par S&P et la victoire du parti au pouvoir en Espagne permettent aux marchés de terminer le mois sur une note positive.

Côté crédit, la poursuite des flux entrants contribue à la compression des primes de risque. Les enquêtes auprès des banques sur les conditions d'octroi de crédit aux entreprises restent bien orientées et confortent les investisseurs. Sur les financières, la fusion Deutsche Bank - Commerzbank n'aura finalement pas lieu, les deux institutions estiment la fusion comme étant trop risquée au regard des potentiels bénéfiques, Unicredit et ING font partie des acteurs ayant manifesté leur intérêt par le passé pour Commerzbank. Les premières publications de résultats ont été en ligne avec les attentes dans la plupart des cas, plutôt au-dessus pour les activités de gestion de fortune (UBS, Credit Suisse) et en deçà pour les banques nordiques (Nordea, Danske Bank) avec en cause les surcoûts liés aux problématiques de lutte anti-blanchiment et une compétition toujours intense.

La marge contre Etat se resserre de 12 bps pour le crédit financier Senior à 93 bps, de 16 bps pour le crédit corporate IG à 105 bps et de 28 bps pour les financières subordonnées à 195 bps (indices Merrill Lynch).

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de légère tension des taux de référence et d'appréciation du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains et parmi le crédit, les dettes financières subordonnées.

Le mois de mai a été marqué par un regain brutal d'aversion au risque lié à la guerre commerciale. En effet, les craintes sur le cycle mondial, alimentées par des statistiques américaines et chinoises mal orientées ont entraîné une détente des taux souverains. Le rendement allemand à 10 ans a atteint un niveau historique à -0,20%.

Ce sentiment a été renforcé par la nouvelle révision baissière des prévisions de croissance de la Commission européenne et par des indicateurs d'activité décevants. En Italie, les nouvelles projections de déficit de la Commission Européenne ont entraîné un nouvel écartement des taux du pays.

Dans ce contexte, les spreads de crédit se sont écartés sur le mois. Ainsi, les différents compartiments sur le crédit génèrent des performances négatives, les actifs risqués sous-performant.

Le marché primaire a été très actif. Côté corporates, Carrefour, Adecco, Coca Cola, Rentokil, Philipps, Tennet, Becton Dickinson, Gecina, Telenor, Total ont émis des dettes seniors et multi-tranches pour certains. Enel et Vodafone ont refinancé leur dettes hybrides. Sur les financières, pas de surprises particulières sur les résultats des banques ou des assureurs. La qualité d'actifs continue de s'améliorer dans l'ensemble des pays périphériques. RBS a été upgradé d'un cran par S&P, Banco BPM également chez Moody's tandis que Barclays a vu sa perspective relevée à positive par Moody's. La marge contre Etat s'écarte de 17 bps pour le crédit financier Senior à 11193 bps, de 19 bps pour le crédit corporate IG à 125 bps et de 29 bps pour les financières subordonnées à 226 bps (indices Merrill Lynch).

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de forte détente des taux de référence et de dépréciation du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains et parmi le crédit, les dettes financières subordonnées.

Le mois de juin a été marqué par une baisse généralisée sur les emprunts d'Etat, le rendement allemand à 10 ans atteignant un niveau historique à -0,33%. Des statistiques macroéconomiques décevantes ont favorisé un discours plus accommodant des banques centrales.

Enfin, l'attitude plus conciliante de la Commission Européenne et la révision à la baisse par le gouvernement italien du déficit budgétaire, a permis une forte compression des spreads.

Dans ce contexte, les spreads se sont fortement resserrés sur le mois, tous secteurs et compartiments confondus. Les différents compartiments sur le crédit enregistrent des performances positives, les actifs haut bêta surperformant nettement les autres compartiments.

La marge contre Etat se resserre de 14 bps pour le crédit financier Senior à 97 bps, de 14 bps pour le crédit corporate IG à 111 bps et de 38 bps pour les financières subordonnées à 188 bps (indices Merrill Lynch).

Le marché primaire a été extrêmement actif : les volumes ont bondi à 89 Mds€, soit le mois le plus actif de l'année. L'activité s'est concentrée sur le marché Investment Grade, avec 91% des volumes (Automobile, Santé, Média et Banques).

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de forte détente des taux de référence et d'appréciation du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains et parmi le crédit, les dettes financières subordonnées.

Après quelques velléités de hausse jusqu'au 12 juillet, alimentées notamment par de bonnes publications concernant les PIB français et italien, puis par des chiffres d'inflation meilleurs qu'attendu, les taux souverains européens ont repris leur mouvement baissier. Les taux des pays « core » ont même touché leurs plus bas historiques le 31 juillet, -0,44% pour le 10 ans allemand, tandis que les dettes périphériques, à l'exception de l'Espagne dont la situation politique intérieure suscite quelques craintes, accentuaient le resserrement de leurs spreads contre Bund. En effet, les différentes publications décevantes (PMI, etc) ont renforcé la conviction des investisseurs que la BCE accentuerait le caractère accommodant de sa politique. Mario Draghi a d'ailleurs largement confirmé cette orientation le 25 juillet. En fin de mois, la Fed a, comme attendu, effectué sa première baisse de taux (-25bps) depuis la crise financière de 2009 tout en tenant un discours moins accommodant que la BCE.

Les spreads de crédit ont prolongé le resserrement de juin à l'exception de ceux des émetteurs britanniques, et notamment les banques, sous l'influence de la nomination de B. Johnson au poste de PM, donnant un peu plus de corps à la perspective d'un « hard Brexit ». La marge contre Etat se resserre de 10 bps pour le crédit financier Senior à 87 bps, de 13 bps pour le crédit corporate IG à 99 bps et de 15 bps pour les financières subordonnées à 173 bps (indices Merrill Lynch). Le marché primaire est en retrait par rapport au mois de juin, lié principalement à la période de publications de résultats. Les conditions restent favorables pour les émetteurs IG : l'appétit des investisseurs et la taille des carnets d'ordre permettent de réduire fortement les primes qui sont limitées voir négatives. Le marché primaire IG (hors Covered Bonds) totalise 19 Mds € d'émissions brutes de dettes financières et 16 Mds€ de dettes corporate selon Barclays.

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de forte détente des taux de référence et d'appréciation du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains et parmi le crédit, les dettes financières subordonnées.

Le mois a été marquée par l'escalade des tensions commerciales entre les Etats Unis la Chine ainsi que par des statistiques économiques un peu décevantes aux Etats Unis. Les tensions à Hong Kong ainsi que la possibilité croissante d'un Brexit dur ont également contribué à la montée de l'aversion au risque qui s'est manifestée par une baisse des taux qui atteignent désormais des niveaux records en Europe, le rendement allemand à 10 ans clôture à -0,70% en baisse de 26 bp sur le mois. En Italie, le retournement d'alliance suite à la décision du mouvement 5 étoiles de s'unir au centre gauche pour barrer la route à Matteo Salvini, a provoqué une forte baisse du rendement du 10 ans BTP de 2,10% à moins de 1%.

Après 3 semaines d'accalmie, le marché primaire repart sur les chapeaux de roue dans un contexte de taux historiquement bas. L'activité s'est concentrée principalement sur l'Investment Grade. Le marché primaire IG (hors Covered Bonds) totalise 16 Mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 20 Mds€ de dettes corporate selon Barclays.

Dans ce contexte, le crédit sous-performe. La marge contre Etat se tend de 7 bps pour le crédit financier Senior à 94 bps, de 9 bps pour le crédit corporate IG à 109 bps et reste stable pour les financières subordonnées à 177 bps (indices Merrill Lynch).

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de forte détente des taux de référence et de légère sous-performance du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains et parmi le crédit, les dettes financières subordonnées.

Septembre se caractérise par un regain d'optimisme sur l'issue des négociations commerciales sino-américaine provoquant une hausse généralisée des taux souverains. A l'inverse, en Italie la détente des rendements italiens observée en août suite à la formation d'une nouvelle coalition se poursuit. La BCE a annoncé une série de mesures dont (1) une baisse de 0,10% du taux marginal de dépôt, qui va maintenant s'établir à -0,50%, (2) la mise en place d'un mécanisme de "tiering" visant à amortir l'effet négatif de la première mesure sur le compte de résultat des banques, (3) la réouverture d'un QE de 20 milliards d'euros par mois, sans limite de temps pré-fixée. De son côté, la FED a abaissé ses taux de 25 bp, compte tenu des incertitudes liées en partie aux négociations commerciales.

Le crédit évolue de manière contrastée sur le mois avec une relative stabilité du crédit Senior et une surperformance des dettes hybrides corporate et dans une moindre mesure, des financières subordonnées. La marge contre Etat est stable pour le crédit financier Senior à 95 bps, s'écarte légèrement de 1 bp pour le crédit corporate IG à 111 bps alors qu'elle se resserre de 1 bp pour les financières subordonnées à 178 bps et de 7 bps pour les hybrides corporate à 206 bps (indices Merrill Lynch).

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de forte tension des taux de référence et de légère surperformance du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains et parmi le crédit, les dettes financières subordonnées.

Le mois d'octobre a été marqué par plusieurs événements. La réalisation d'un accord partiel entre la Chine et les US ainsi que le report du Brexit au 31 janvier ont provoqué une forte remontée des taux souverains. La Fed, après avoir réalisé une troisième baisse de 25 bps de son taux directeur, a annoncé qu'elle comptait adopter une position attentiste. Les données macroéconomiques restent mitigées, toujours aucun signe d'amélioration pour le secteur manufacturier mais, à l'inverse, de très bons rapports sur l'emploi.

Dans ce contexte, les primes de risques se sont resserrées sur toutes les classes obligataires à l'exception du High Yield. En effet, les résultats des entreprises sur le troisième trimestre restent mitigés et les discours des dirigeants sont beaucoup plus prudents. Compte tenu de la hausse des taux, seuls les actifs les plus risqués (financières subordonnées et Corporate hybrides) ont réalisé des performances positives en octobre. La marge contre Etat se resserre donc de 10 bps pour le crédit financier Senior et pour le crédit corporate Senior à 86 bps et à 98 bps respectivement, de 15 bps pour les financières subordonnées à 165 bps et de 10 bps pour les hybrides corporate IG à 196 bps (indices Ice BofAML). Le marché primaire reste actif et totalise (hors Covered Bonds) 24 Mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 34 Mds€ de dettes corporate selon Barclays.

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de forte tension des taux de référence et de légère surperformance du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains et parmi le crédit, les dettes financières subordonnées.

En novembre, le sentiment général s'est dans l'ensemble amélioré, les indicateurs économiques ayant arrêté de se dégrader et l'optimisme a repris le dessus sur la thématique Chine - Etats-Unis. Dans ce contexte, les taux aux Etats-Unis comme en Allemagne ont subi une hausse de 9 et 5bp respectivement, à 1,78% et -0,36%.

Côté crédit, les spreads continuent de se resserrer. Néanmoins, compte tenu de la tension sur les taux, seuls les actifs les plus risqués (Crédit HY, financières subordonnées, hybrides Corporate) affichent des performances positives. La marge contre Etat s'écarte de 1 bp pour le crédit financier Senior à 87 bps, est stable pour le crédit corporate Senior à 98 bps alors qu'elle se resserre de 4 bps pour les financières subordonnées et pour les hybrides corporate IG à 161 bps et à 192 bps respectivement (indices Ice BofAML).

Le marché primaire a été très actif. L'attrait des émetteurs américains se renforce en novembre et les formats Green ainsi que les hybrides poursuivent leur progression (Orsted, Citycon). Le marché primaire totalise (hors Covered Bonds) 28 Mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 37 Mds€ de dettes corporate selon Barclays.

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de forte tension des taux de référence et de légère surperformance du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains et parmi le crédit, les dettes financières subordonnées.

Contrairement à la fin d'année 2018, l'horizon s'est considérablement éclaircie durant décembre : la perspective de la signature rapide de l'accord de phase I entre les Etats-Unis et la Chine, la décision de la banque centrale chinoise de baisser de nouveau son taux de réserve obligatoire, permettant de soutenir l'activité et de faire une pause sur la guerre commerciale ainsi que la large victoire des conservateurs au Royaume-Uni réduisant fortement le risque de « hard Brexit » à court terme.

Pas de surprises ce mois-ci concernant les banques centrales : la Fed comme la BCE devraient conserver leurs biais accommodants en monitorant les indicateurs de croissance et d'inflation à venir. La BCE a révisé à la baisse les besoins en fonds propres d'Unicredit et Deutsche Bank, justifiée par l'amélioration de la qualité d'actifs et du profil de risque des deux établissements. S&P a d'ailleurs confirmé la notation BBB + de Deutsche Bank avec une perspective stable. Le responsable de la supervision bancaire au niveau européen (M. Enria) a confirmé que le Pilier 2 pourra être rempli en partie avec de la dette subordonnée ATI et Tier 2, mais probablement pas avant 2022. Enfin toutes les banques britanniques ont réussi avec succès leur test de résistance effectué par la BoE. Moody's maintient le secteur européen de l'assurance vie avec un outlook stable mais dégrade celui des banques européennes à négatif (en réalité stable pour la plupart des pays à l'exception du Royaume-Uni et de l'Allemagne en négatif).

Dans ce contexte, la courbe des taux d'États allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une hausse de 17 bps à -0,18% sur le 10 ans, de 11 bps à -0,47% sur le 5 ans et de 2 bps à -0,62% sur le 2 ans.

Le crédit s'apprécie fortement sur le mois. La marge contre Etat se resserre de 8 bp pour le crédit financier Senior à 81 bps, de 9 bp pour le crédit corporate Senior à 89 bps, de 18 bp pour les financières subordonnées et de 23 bp pour les hybrides corporate IG à 146 bps et à 172 bps respectivement (indices Ice BofAML).

Le primaire a été calme sur le mois, comme attendu. Le marché primaire totalise (hors Covered Bonds) 5 Mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 7 Mds€ de dettes corporate selon Barclays. Le marché primaire affiche sur l'année 2019, des volumes records pour les émetteurs Corporate avec 345 Mds€ d'émissions brutes.

La structure du portefeuille obligataire est maintenue quasi inchangée dans un contexte de forte tension des taux de référence et de surperformance du crédit. Nous privilégions le crédit au détriment des émetteurs souverains et parmi le crédit, les dettes financières subordonnées.

Poche Actions :

La poche actions de Lazard Patrimoine était, sur la première partie de l'exercice, composée d'une poche actions euro et d'une poche actions US répliquant respectivement Lazard Apolline Large Caps Euro et Lazard Actions Américaines. Depuis le 23/06/2020, ces deux poches ont été transformées en une poche actions internationales qui était initialement composée d'environ 70% de valeurs américaines, 20% de valeurs européennes et de 10% de valeurs japonaises.

Sur la deuxième partie de l'exercice (du 23/06/2020 au 31/12/2020), la poche actions internationales de Lazard Patrimoine enregistre une performance de +10,16%. On notera une forte contribution positive des valeurs industrielles et financières et, dans une moindre mesure, du secteur des services aux consommateurs. Parmi les meilleurs contributeurs, nous retrouvons Walt Disney (+43,8% en euros), Parker Hannifin (+39,9%), Honeywell International (+37,2%), Morgan Stanley (+34,3%), LVMH (+32,2%) et Texas Instruments (+21,6%). A l'inverse, la progression de la poche a été freinée par un comportement défavorable du secteur de la santé et de l'énergie. Sanofi (-15,5%), Cisco (-8,4%), SAP (-14,6%), Chevron (-11,6%), Roche (-12,1% dans le portefeuille) et Takeda Pharmaceutical (-9%) sont les pires contributeurs.

Sur cette période, nous avons fait l'acquisition d'Astrazeneca dans l'industrie pharmaceutique, d'Unilever dans les biens de consommation ainsi que d'Essilorluxottica dans la fabrication et distribution de lunettes et de verres ophtalmiques. A l'inverse nous avons cédé nos positions en Nestlé dans les biens de consommation ainsi que Roche dans l'industrie pharmaceutique.

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
LAZARD PATRIMOINE SRI Part RC	3 514 838,57	5 064 932,05

4. INFORMATIONS RÉGLEMENTAIRES

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.

• 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)

Lazard Frères Gestion a la conviction forte que l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans la gestion d'actifs est une assurance supplémentaire de la pérennité de la 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.

L'intensité et les modalités de notre intégration des critères ESG peuvent naturellement varier suivant les classes d'actifs et les processus d'investissement, mais l'objectif commun est une meilleure appréhension des risques ESG susceptibles d'avoir un impact fort sur la valeur d'une entreprise ou d'un actif souverain.

L'information concernant les critères ESG est consultable sur le site internet : www.lazardfreresgestion.fr

• 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**

La méthode de calcul retenue est la VaR Absolue.

Niveau maximum de VaR mensuelle : **11,83557496%**.

Niveau minimum de VaR mensuelle : **4,68925018%**.

Niveau moyen de VaR mensuelle : **8,633623072%**.

VAR au 31/12/2020 : **10,70809636**.

- **FRAIS DE GESTION**

Le FCP est un FCP nourricier de l'OPC LAZARD PATRIMOINE.

Le total des frais effectivement prélevés au cours de l'exercice s'élève à 1,73% TTC dont 0,21TTC de frais de gestion directs et 1,52% de frais de gestion indirects (représentant les frais courants du maître sur la même période).

Le rapport annuel du maître est annexé au présent rapport.

- **REMUNERATIONS**

Les rémunérations fixes et variables, versées au cours de l'exercice clos le 31/12/2020 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 31/12/2020 : CDD et CDI de LFG et LFG Belgique
(donc hors stagiaires, apprentis et hors LFG-Courtage)**

effectif au 31-12-2020 LFG - LFG-Belgique	Rémunérations fixes annuelles 2020 en €	Rémunération variable au titre de 2020 (Cash payé en 2021 et différé en 2021) en €
179	16 522 853	22 155 596

"Personnel identifié"

Catégorie	Nombre de salariés	Rémunérations fixes et variables agrégées 2020 (salaires annuels et bonus cash et différés) en €
Senior Management	3	4 310 982
Autres	51	21 362 196
Total	54	25 673 178

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



CACPAC Multi Flex

Exercice clos le 31 décembre 2020

Rapport du commissaire aux comptes sur les comptes annuels

Aux Porteurs de parts du fonds CACPAC Multi Flex,

Opinion

En exécution de la mission qui nous a été confiée par la société de gestion, nous avons effectué l'audit des comptes annuels de l'organisme de placement collectif CACPAC Multi Flex constitué sous forme de fonds commun de placement (FCP) relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2020, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

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 du fonds 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 prévues par le Code de commerce et par le Code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes, sur la période du 1^{er} janvier 2020 à la date d'émission de notre rapport.

Justification des appréciations

La crise mondiale liée à la pandémie de Covid-19 crée des conditions particulières pour la préparation et l'audit des comptes de cet exercice. En effet, cette crise et les mesures exceptionnelles prises dans le cadre de l'état d'urgence sanitaire induisent de multiples conséquences pour les fonds, leurs investissements et l'évaluation des actifs et passifs correspondants. Certaines de ces mesures, telles que les restrictions de déplacement et le travail à distance, ont également eu une incidence sur la gestion opérationnelle des fonds et sur les modalités de mise en œuvre des audits.

C'est dans ce contexte complexe et évolutif que, 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, notamment pour ce qui concerne les instruments financiers en portefeuille et sur la présentation d'ensemble des comptes au regard du plan comptable des organismes de placement collectif à capital variable.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le contexte de l'audit des comptes annuels pris dans leur ensemble 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.

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 établi par la société de gestion.

Responsabilités de la société de gestion relatives aux comptes annuels

Il appartient à la société de gestion 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 société de gestion d'évaluer la capacité du fonds 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 le fonds ou de cesser son activité.

Les comptes annuels ont été établis par la société de gestion.

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

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 votre fonds.

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 ;
- ▶ 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 société de gestion, ainsi que les informations les concernant fournies dans les comptes annuels ;
- ▶ il apprécie le caractère approprié de l'application par la société de gestion 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 du fonds 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.

Paris-La Défense, le 15 avril 2021

Le Commissaire aux Comptes
ERNST & YOUNG Audit

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'D. Koestner', written over a horizontal line.

David Koestner

6. COMPTES DE L'EXERCICE

BILAN AU 31/12/2020 en EUR

ACTIF

	31/12/2020	31/12/2019
INSTRUMENTS FINANCIERS	22 092 965,63	23 135 823,48
OPC MAÎTRE	22 092 965,63	23 135 823,48
Instruments financiers à terme		
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé		
Autres opérations		
CRÉANCES		2 657,53
Opérations de change à terme de devises		
Autres		2 657,53
COMPTES FINANCIERS		
Liquidités		
TOTAL DE L'ACTIF	22 092 965,63	23 138 481,01

PASSIF

	31/12/2020	31/12/2019
CAPITAUX PROPRES		
Capital	22 063 963,66	22 654 323,09
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)		
Report à nouveau (a)		
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a,b)	64 607,78	578 677,89
Résultat de l'exercice (a,b)	-43 204,47	-102 652,38
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES *	22 085 366,97	23 130 348,60
<i>* Montant représentatif de l'actif net</i>		
INSTRUMENTS FINANCIERS		
Instruments financiers à terme		
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé		
Autres opérations		
DETTES	4 935,17	7 933,04
Opérations de change à terme de devises		
Autres	4 935,17	7 933,04
COMPTES FINANCIERS	2 663,49	199,37
Concours bancaires courants	2 663,49	199,37
Emprunts		
TOTAL DU PASSIF	22 092 965,63	23 138 481,01

(a) Y compris comptes de régularisation

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

HORS-BILAN AU 31/12/2020 en EUR

	31/12/2020	31/12/2019
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 RESULTAT AU 31/12/2020 en EUR

	31/12/2020	31/12/2019
Produits sur opérations financières		
Produits sur dépôts et sur comptes financiers		
Produits sur actions et valeurs assimilées		129,82
Produits sur obligations et valeurs assimilées		298,03
Produits sur titres de créances		
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Produits sur instruments financiers à terme		
Autres produits financiers		
TOTAL (1)		427,85
Charges sur opérations financières		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Charges sur instruments financiers à terme		
Charges sur dettes financières	18,86	2 126,40
Autres charges financières		
TOTAL (2)	18,86	2 126,40
RÉSULTAT SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES (1 - 2)	-18,86	-1 698,55
Autres produits (3)		
Frais de gestion et dotations aux amortissements (4)	44 593,29	107 060,87
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)	-44 612,15	-108 759,42
Régularisation des revenus de l'exercice (5)	1 407,68	6 107,04
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (6)		
RÉSULTAT (1 - 2 + 3 - 4 + 5 - 6)	-43 204,47	-102 652,38

I. 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 liées à la crise du COVID-19

Les comptes ont été établis par la société de gestion sur la base des éléments disponibles dans un contexte évolutif de crise liée au Covid-19.

Règles d'évaluation des actifs

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

Valeurs mobilières :

- **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.

o **type « 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 dont la responsabilité est assurée par la société de gestion.

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 :

- o **type « titres de créance négociables » :**

Les titres de créances négociables (TCN) sont valorisés en mark-to-market, sur la base soit de prix issus de Bloomberg (BVAL et/ou 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.

La valorisation des instruments du marché monétaire respecte les dispositions du règlement (UE) 2017/1131 du 14 juin 2017. En conséquence, l'OPC n'a pas recours à la méthode du coût amorti.

• **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.

• **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

• **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.

1.2. Les instruments financiers et valeurs non négociés sur un marché réglementé

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

1.3. 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 l'OPC) 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 l'OPC) 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 l'OPC).

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 :

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

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

La société de gestion effectue le paiement des frais de fonctionnement du FCP 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.

Frais facturés à l'OPC	Assiette	Part	Taux Barème (TTC maximum)	
Frais de gestion financière	Actif net	FR0011059286	0,165%	
Frais administratifs externes à la société de gestion	Actif net	Appliqués à la part	0,035%	
Frais indirects (commissions et frais de gestion)	Actif net	Appliqués à la part	3,00%	
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	Appliquées à la part	Instruments sur marché à terme et autres opérations	De 0 à 450 € par lot / contrat
Commission de surperformance	Actif net	FR0011059286	Néant	

Affectation des sommes distribuables

Définition des sommes distribuables

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 :

Part(s)	Affectation du résultat net	Affectation des plus ou moins-values nettes réalisées
Parts CACPAC MULTI FLEX C	Capitalisation	Capitalisation

2. EVOLUTION DE L'ACTIF NET AU 31/12/2020 en EUR

	31/12/2020	31/12/2019
ACTIF NET EN DÉBUT D'EXERCICE	23 130 348,60	23 140 572,78
Souscriptions (y compris les commissions de souscriptions acquises à l'OPC)	3 515 658,67	1 731 297,60
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'OPC)	-5 023 263,78	-3 430 589,81
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	80 380,19	949 223,90
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-20 752,67	-344 613,60
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme		
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme		
Frais de transactions		-5 440,33
Différences de change		1 291,60
Variations de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	447 608,11	1 197 365,88
<i>Différence d'estimation exercice N</i>	1 436 263,10	988 654,99
<i>Différence d'estimation exercice N-1</i>	-988 654,99	208 710,89
Variations de la différence d'estimation des instruments financiers à terme		
<i>Différence d'estimation exercice N</i>		
<i>Différence d'estimation exercice N-1</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	-44 612,15	-108 759,42
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	22 085 366,97	23 130 348,60

3. COMPLEMENTS D'INFORMATION

- 3.1. VENTILATION PAR NATURE JURIDIQUE OU ECONOMIQUE DES INSTRUMENTS FINANCIERS

	Montant	%
HORS-BILAN		
OPÉRATIONS DE COUVERTURE		
TOTAL OPÉRATIONS DE COUVERTURE		
AUTRES OPÉRATIONS		
TOTAL AUTRES OPÉRATIONS		

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

	Taux fixe	%	Taux variable	%	Taux révisable	%	Autres	%
HORS-BILAN								
Opérations de couverture								
Autres opérations								

● **3.3. 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	%
HORS-BILAN										
Opérations de couverture										
Autres opérations										

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

● **3.4. VENTILATION PAR DEVISE DE COTATION OU D'EVALUATION DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN (HORS EUR)**

	Devise 1		Devise 2		Devise 3		Devise N AUTRE(S)	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
ACTIF								
OPC Maître								
Créances								
Comptes financiers								
PASSIF								
Dettes								
Comptes financiers								
HORS-BILAN								
Opérations de couverture								
Autres opérations								

- **3.5. CREANCES ET DETTES : VENTILATION PAR NATURE**

	Nature de débit/crédit	31/12/2020
CRÉANCES		
TOTAL DES CRÉANCES		
DETTES		
	Frais de gestion fixe	4 935,17
TOTAL DES DETTES		4 935,17
TOTAL DETTES ET CRÉANCES		-4 935,17

3.6. CAPITAUX PROPRES

● 3.6.1. Nombre de titres émis ou rachetés

	En parts	En montant
Parts souscrites durant l'exercice	31 726,103	3 515 658,67
Parts rachetées durant l'exercice	-45 002,087	-5 023 263,78
Solde net des souscriptions/rachats	-13 275,984	-1 507 605,11
Nombre de parts en circulation à la fin de l'exercice	186 855,821	

● 3.6.2. Commissions de souscription et/ou rachat

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

3.7. FRAIS DE GESTION

	31/12/2020
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	44 593,29
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,21
Frais de gestion variables	
Rétrocessions des frais de gestion	

3.8. ENGAGEMENTS REÇUS ET DONNES

3.8.1. Garanties reçues par l'OPC :

Néant.

3.8.2. Autres engagements reçus et/ou donnés :

Néant.

3.9. AUTRES INFORMATIONS

- **3.9.1. Valeur actuelle des instruments financiers faisant l'objet d'une acquisition temporaire**

	31/12/2020
Titres pris en pension livrée Titres empruntés	

- **3.9.2. Valeur actuelle des instruments financiers constitutifs de dépôts de garantie**

	31/12/2020
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine Instruments financiers reçus en garantie et non-inscrits au bilan	

- **3.9.3. Instruments financiers détenus, émis et/ou gérés par le Groupe**

	Code ISIN	Libellé	31/12/2020
Actions			
Obligations			
TCN			
OPC			22 092 965,63
Instruments financiers à terme	FR0012355139	LAZARD PATRIMOINE SRI Part RC	22 092 965,63
Total des titres du groupe			22 092 965,63

3.10. TABLEAU D'AFFECTATION DES SOMMES DISTRIBUABLES

- Tableau d'affectation de la quote-part des sommes distribuables afférente au résultat

	31/12/2020	31/12/2019
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau		
Résultat	-43 204,47	-102 652,38
Total	-43 204,47	-102 652,38

	31/12/2020	31/12/2019
Parts CACPAC MULTI FLEX C		
Affectation		
Distribution		
Report à nouveau de l'exercice		
Capitalisation	-43 204,47	-102 652,38
Total	-43 204,47	-102 652,38

- Tableau d'affectation de la quote-part des sommes distribuables afférente aux plus et moins-values nettes

	31/12/2020	31/12/2019
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées		
Plus et moins-values nettes de l'exercice	64 607,78	578 677,89
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice		
Total	64 607,78	578 677,89

	31/12/2020	31/12/2019
Parts CACPAC MULTI FLEX C		
Affectation		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	64 607,78	578 677,89
Total	64 607,78	578 677,89

3.11. TABLEAU DES RESULTATS ET AUTRES ELEMENTS CARACTERISTIQUES DE L'ENTITE AU COURS DES CINQ DERNIERS EXERCICES

	30/12/2016	29/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Actif net en EUR	24 692 886,58	24 677 189,85	23 140 572,78	23 130 348,60	22 085 366,97
Nombre de titres	219 234,474	207 829,802	215 242,815	200 131,805	186 855,821
Valeur liquidative unitaire	112,63	118,73	107,50	115,57	118,19
Capitalisation unitaire sur +/- values nettes	0,40	4,67	-1,60	2,89	0,34
Capitalisation unitaire sur résultat	-1,46	-1,60	-1,79	-0,51	-0,23

3.12. INVENTAIRE DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS en EUR

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
Organismes de placement collectif				
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays				
FRANCE				
LAZARD PATRIMOINE SRI Part RC	EUR	184 200,147	22 092 965,63	100,03
TOTAL FRANCE			22 092 965,63	100,03
TOTAL OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays			22 092 965,63	100,03
TOTAL Organismes de placement collectif			22 092 965,63	100,03
Dettes			-4 935,17	-0,02
Comptes financiers			-2 663,49	-0,01
Actif net			22 085 366,97	100,00

Parts CACPAC MULTI FLEX C	EUR	186 855,821	118,19
----------------------------------	------------	--------------------	---------------