



MW ASSET MANAGEMENT

Société d'investissement à capital variable

Rapport annuel incluant les états financiers révisés

au 31/12/15

RCS Luxembourg N B186367

Table des Matières

	Page
<u>Généralités</u>	
Organisation et Administration	3
Conseil d'Administration de la Société	3
Rapport de Gestion	4
Rapport du réviseur d'entreprises agréé	18
<u>Etats Financiers</u>	
Consolidé	20
MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES	23
MW ACTIONS EUROPE	28
MW RENDEMENT (lancé le 22 juillet 2015)	33
Notes aux Etats Financiers	37
Méthode de détermination du risque global (information non auditée)	44

Les souscriptions ne peuvent être effectuées que sur base du prospectus en vigueur accompagné du dernier rapport annuel et du Document d'Informations Clés pour l'Investisseur ou du dernier rapport semestriel si celui-ci est postérieur au dernier rapport annuel.

MW ASSET MANAGEMENT

Organisation et Administration

Siège social	5, Allée Scheffer L-2520 Luxembourg
Société de Gestion	MW GESTION S.A. 7, rue Royale F-75008 Paris
Banque dépositaire et Agent domiciliataire	CACEIS Bank Luxembourg 5, Allée Scheffer L-2520 Luxembourg
Agent administratif, Teneur de Registre et Agent de Transfert	CACEIS Bank Luxembourg 5, Allée Scheffer L-2520 Luxembourg
Cabinet de révision agréé	Deloitte Audit Société à responsabilité limitée 560, rue de Neudorf L-2220 Luxembourg
Distributeur en France	MW GESTION S.A. 7, rue Royale F-75008 Paris

Conseil d'Administration de la Société

Présidente du Conseil d'Administration	Madame Marianna Ranalli 3, rue de Contamines CH-1206 Genève
Membres du Conseil d'Administration	Monsieur Cyril Deblay Président Directeur Général de MW GESTION S.A. 7, rue Royale F-75008 Paris
	Monsieur Sergio Montalcini Administrateur de MW GESTION S.A. 7, rue royale F-75008 Paris
	Monsieur Alain Rochedieu Co responsable des investissements chez Atlas Management S.A. 37A, rue Jacques Dalphin CH-1227 Carouge

Rapport de Gestion



Politique de gestion annuelle au 31 décembre 2015

Préambule : La SICAV luxembourgeoise MW ASSET MANAGEMENT, créée le 23 avril 2014, a repris, le 1^{er} août 2014, les actifs des fonds français MW ACTIONS EUROPE (FR0007437603 et FR0011365162) et MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES (FR0007494869) au sein de ses deux compartiments respectifs MW ACTIONS EUROPE (LU1061712466 et LU1061712540) et MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES (LU1061712110) devenus compartiments maîtres des fonds nourriciers français. Le présent rapport décrit la gestion des compartiments luxembourgeois pour l'année 2015.

Le 22 juillet 2015, MW ASSET MANAGEMENT a lancé un troisième compartiment dans la sicav luxembourgeoise : MW RENDEMENT.

COMPARTIMENT MW ACTIONS EUROPE

Le compartiment MW ACTIONS EUROPE est un compartiment éligible PEA (Plan d'Épargne en Actions) qui investit par conséquent au moins 75% de son actif dans des actions européennes. L'objectif est d'afficher une performance supérieure à celle de l'indice européen Dow Jones Euro Stoxx.

La stratégie d'investissement repose sur du « Stock-picking » : analyse des fondamentaux, des perspectives et rencontre régulière avec les dirigeants des sociétés.

MW ACTIONS EUROPE est constitué d'actions de sociétés ayant une bonne visibilité sur leur croissance future, une progression régulière de leurs résultats et des bilans solides.

Au 31 décembre 2015, le compartiment se présente ainsi :

Actif net : 30.267.658,88 EUR

Nombre d'actions classe CI : 4.796.023,5056

Nombre d'actions classe CI-P : 242.314,4958

Nombre d'actions classe CB : 750.000

Valeur nette d'inventaire par action de classe CI : 6,0027 EUR

Valeur nette d'inventaire par action de classe CI-P : 6,0730 EUR

Valeur nette d'inventaire par action de classe CB : 0,0090 EUR

Rapport de Gestion (suite)

Conjoncture

Retour sur 2015 : un fort décollage en début d'année des marchés suivi d'un fort retour de volatilité et d'inquiétudes.

Le mois de janvier marque le retour au premier plan des actions européennes. Après un début d'année marqué par une nouvelle forte volatilité, des mouvements significatifs sur les devises (l'euro face au dollar tombant de 1,20 à 1,11 avant de se stabiliser à 1,13) et la Banque Nationale Suisse abandonnant la parité EUR/CHF de 1,20. Les mouvements ont été accentués par la chute des matières premières dont le pétrole (celui-ci passant de 55\$ à 45\$). Le point pivot du mois a été la réunion de la BCE qui, après la plupart des grandes banques centrales mondiales, annonce un QE massif de 60 milliards d'euros / mois pour une injection de 1.100 milliards d'euros de liquidité sur près de 2 ans. Tous les QE ont eu des effets accélérateurs sur les marchés actions et la règle se vérifie pour les marchés européens puisque les investisseurs du monde entier, notamment américains, ré-allouent leurs actifs vers l'Europe.

Le mois de février a confirmé la très forte dynamique des marchés actions européens. Le stoxx 300 a progressé de 7,3%, portant sa performance annuelle à 14,9%, soit le meilleur démarrage jamais observé. La perspective du QE de la BCE entraîne un flux entrant de capitaux sur la zone euro. Les investisseurs américains et asiatiques sont en train de repondérer la zone, principalement au détriment des actions américaines.

Le mois de mars a marqué un début d'arrêt pour la forte hausse que nous connaissons depuis le début de l'année. Il semblerait que le transfert monétaire euro/dollar ait atteint un point bas mi-mars à 1,0460 pour évoluer dorénavant entre 1,07 et 1,10. De même, la chute du pétrole est aussi terminée. La BCE a commencé à intervenir comme prévu sur les marchés de dettes souveraines, et pour l'instant elle exécute son plan tel qu'elle l'a annoncée.

Les niveaux de progression nous incitent à devenir plus prudents, ainsi nous estimons que le deuxième trimestre est celui de tous les dangers. Les investisseurs n'ont acheté que les bonnes nouvelles, toutefois la zone euro va devoir confirmer sa reprise. Mais le principal sujet d'inquiétude provient des Etats-Unis où la Réserve Fédérale subit une forte pression pour une hausse des taux (en juin ou en septembre), alors que la croissance américaine commence à marquer des premiers signes de ralentissement. Le risque vient donc d'un retournement des indices nord-américains qui subissent notamment la forte hausse du dollar.

Comme on pouvait s'y attendre les marchés ont marqué un coup d'arrêt en avril. Le stoxx 300 baisse de 1,7% alors que le fonds n'a lui baissé que de 0,6%. Notre politique prudentielle adoptée a porté ses fruits. Les grands indicateurs du début d'année se sont inversés, le dollar a baissé, les matières premières ont marqué un rebond technique tout comme le pétrole qui a repris 50% sur ses plus bas. Du côté économique, l'Europe confirme sa légère reprise alors que les Etats-Unis connaissent un coup d'arrêt sur le premier trimestre. Enfin les taux d'intérêt ont amorcé un retournement spectaculaire, puisque le taux à dix ans allemand, après avoir quasiment touché le niveau de zéro est remonté brutalement à 0,40%. L'enjeu de cette année reste la hausse des taux directeurs de la Réserve Fédérale, mais celle-ci temporise augmentant le risque de surprise et de forte volatilité.

Le coup d'arrêt d'avril s'est confirmé en mai, vérifiant le vieil adage « sell in may and go away ». Les principaux catalyseurs de la hausse du début d'année se sont retournés, le change euro/dollar se stabilisant dans une zone 1,10/1,15 et les matières premières ont arrêté leur progression mais ne marquent pas de déclin. Enfin les taux d'intérêt européens ont poursuivi leur remontée. Du côté des données économiques, les Etats-Unis semblent repartir sur le deuxième trimestre, alors que la zone européenne confirme sa reprise même si la croissance n'accélère plus.

La tragédie grecque a marqué le mois de juin, en effet, les indices européens ont terminé significativement dans le rouge alors que 2 jours avant ils étaient encore en territoire positif. Nous sommes surpris de l'impact de la crise grecque sur les marchés mondiaux. A nos yeux, cela marque plutôt un signe de nervosité face à des périls qui auront des conséquences beaucoup plus importantes : (i) l'éclatement de la bulle du marché des actions chinois (près de 20% de baisse sur les plus hauts en moins de 3 semaines) ; (ii) l'impact des taux US sur les pays émergents. L'été sera donc chaud comme souvent avec le dénouement grecque (via un référendum qui s'apparente à une pièce jetée en l'air) et les nouvelles indications de la Fed sur sa remontée des taux. Malgré cela nous restons positifs sur les marchés européens, nous pensons que les actions vont continuer à bénéficier progressivement du transfert de fonds du marché obligataire qui n'apporte plus de rendement.

Rapport de Gestion (suite)

L'été a été marqué par une accélération de la crise des pays émergents. Le déclenchement de la baisse des marchés a été la dévaluation de la devise chinoise qui, même si elle reste limitée par son ampleur (3%), a servi de détonateur pour les marchés actions qui étaient revenus sur leurs plus hauts. Un grand nombre de devises émergentes dévaluent, ainsi que l'ensemble des matières premières, alors que la volatilité des marchés qui avaient disparu depuis le lancement des QE ressurgit et a atteint des niveaux non connus depuis 2015. Pour l'instant le scénario de croissance économique mondiale n'est pas remis en cause, même si le niveau sera bien inférieur. Pour l'instant la croissance US reste solide, tirée par les services (90% du PIB) et la reprise du marché de l'immobilier. L'Europe reste portée par les injections de la BCE. Le deuxième niveau d'inquiétude provient de la politique monétaire de la Réserve Fédérale et sur une possible remontée des taux.

Dans cette période tourmentée, le compartiment a augmenté son niveau de cash à 13% en optant pour une politique dynamique (acheter sur des faiblesses, vendre sur des excès de hausse). Toutefois, notre exposition aux matières premières et aux valeurs cycliques a entraîné une sous-performance sur cette période de sell-off. Nous ne sommes pas encore dans un scénario de récession pour 2016, et nous attendons une normalisation de la politique monétaire qui permettrait de confirmer notre anticipation de croissance mondiale. Si ce ne n'était pas le cas, nous devrions revoir celui-ci et opter une attitude beaucoup plus défensive.

Le mois de septembre a confirmé les craintes de cet été, avec en point d'orgue le scandale Volkswagen. La décision de la Fed de ne pas augmenter les taux du fait du ralentissement dans les pays émergents a accentué le sentiment négatif. A ce stade, nous estimons que la correction a été trop sévère dans la mesure où les cours du marché reflètent une récession mondiale qui n'aura pas lieu à court terme. Nous attendons ainsi un rebond sur la fin de l'année, notamment grâce aux publications du troisième trimestre qui devraient rester positives. Devant le manque de visibilité, la stratégie du fonds a été de vendre en début de mois les valeurs les plus cycliques et endettées. Nous avons essayé de privilégier les actions plus défensives, à plus forte visibilité. Notre anticipation de rebond du marché sur la fin de l'année doit nous permettre de prolonger cette stratégie.

Comme nous l'anticipions, la baisse connue depuis août était exagérée. L'indice a rebondi fortement (+9,45%), le fonds réalisant dans cette forte hausse une performance proche (+9,26%). Le mois a été marqué par 2 périodes distinctes. Tout d'abord, un fort rebond des titres délaissés sur les deux premières semaines, puis un retour vers les valeurs liées au dollar et défensives sur les deux suivantes. Nous rentrons dans une configuration où les banques centrales sont revenues à la manœuvre. La Réserve Fédérale devrait augmenter ses taux en décembre et mettre fin à ce suspens qui dure depuis plus de 6 mois. La BCE devrait prolonger à minima son Quantitative Easing, voire l'étendre. Ces éléments sont des facteurs de soutien à court terme pour les marchés, mais l'analyse des résultats du troisième trimestre montre que nous rentrons dans une période de turbulences économiques. La croissance mondiale continue de ralentir et les mouvements sur les devises et les matières premières pèsent de plus en plus. Nous estimons qu'il est nécessaire d'avoir une accalmie sur ces deux terrains car dans le cas contraire la croissance US et le rebond en Europe pourraient être remis en question.

Le mois de novembre a vu la poursuite du rebond du marché tiré principalement par les espoirs d'extension du QE de la BCE ce qui a pesé sur la parité euro/dollar. Le mouvement de cette dernière nous paraît excessif car un dollar trop fort a un impact négatif sur l'industrie manufacturière US, ce qui pourrait remettre en question la croissance économique de cette zone. Nous restons donc sous-exposés aux valeurs dollars, nous estimons que ce sujet sera moins présent en 2016. Il est important que les politiques des banques centrales se normalisent afin de stopper la déstabilisation économique mondiale que nous connaissons depuis 1 an (écroulement des devises émergentes, des matières premières et remontée trop rapide du dollar). L'année prochaine sera probablement plus volatile du fait de la remontée des taux aux Etats-Unis, toutefois nous estimons que la reprise économique en Europe n'est pas remise en question.

Le mois de décembre a confirmé l'extrême faiblesse actuelle du marché. Pour la première fois deux décisions majeures de banques centrales ont eu lieu sur cette période. La première, celle de la BCE, a sans doute indiqué un point bas pour l'euro et réduit l'intérêt de la thématique de change. La deuxième, celle de la FED, a marqué la première remontée de taux en près de 10 ans. Tout cela a été agrémenté d'une absence de décision de l'OPEP pour contrer la chute du baril de pétrole. Ce triple cocktail a eu des effets néfastes et présage d'un accroissement de la volatilité des marchés et des risques déflationnistes accrus.

Rapport de Gestion (suite)

Le compartiment MW Actions Europe en 2015

En janvier, l'indice a progressé de 7,07%, tiré principalement par les valeurs défensives ou les valeurs de rendements, ainsi que les sociétés dépendant du dollar. Le compartiment progresse de 5,97%, porté par ses valeurs cycliques (Peugeot +25%, Italcementi +23%) ou les défensives (Atlantia +18%, L'Oréal +14%). En revanche il a souffert de sa surpondération bancaire, seul secteur qui n'a pas pour l'instant profité de la hausse. D'autre part, DSM a été affecté par sa forte exposition au franc suisse, ce qui casse sa dynamique de recovery. Nous sommes sortis du dossier. Banco Santander a réduit ses dividendes et a lancé une augmentation de capital importante avec une décote de 10%. Nous avons vendu Mobistar après son beau parcours. En contrepartie nous avons investi dans Faurecia pour bénéficier de la recovery du secteur automobile, ainsi que dans TF1 puisque nous attendons une reprise du marché français en 2015. Nous avons aussi initié des positions sur Lanxess, groupe chimique allemand, ainsi que sur le numéro trois mondial de la bière, Heineken. Le fonds est investi à 99,5%.

Le compartiment reste légèrement surinvesti à 101,4%, nous considérons que lors de cette phase, le marché action ne devrait pas respirer avant la fin du trimestre, il est donc important de limiter les cessions et de continuer à se laisser porter. Bien que les niveaux de valorisation commencent à se tendre et qu'il est tentant de prendre des bénéfices, le mouvement de ré-allocation vers l'Europe doit amener le marché plus haut. En revanche, nous anticipons un deuxième trimestre plus volatile, les risques de hausse des taux aux Etats-Unis vont sans doute commencer à peser.

En février, le compartiment progresse de 8,14% contre 7,30% pour l'indice. Aucun titre n'a baissé sur le mois de février qui fut riche en publications. La plupart des Groupes du portefeuille ont fortement progressé suite à l'annonce de leurs chiffres, nous n'avons qu'une seule déception, ce qui explique la très bonne tenue du portefeuille. Du côté performance, les banques ont rattrapé leur retard (Bank of Ireland +27% ; ING +20% ; Intesa +15%). Les valeurs automobiles ont poursuivi leur parcours (Peugeot +16,4% ; Faurecia + 13,7%). La sous-performance sont du côté des valeurs défensives qui avaient bien performé depuis octobre 2014 (L'Oréal +2% ; Atlantia + 3,1% ; Telecom Italia +3,2%). Nous avons cédé Alcoa. Même si ils sont portés par la forte croissance des marchés aéronautiques et automobiles, les changements de règle sur les prix du LME, crée des incertitudes à court terme. Nous avons aussi cédé ACS qui a touché notre objectif de cours. En revanche pour augmenter notre part de cyclique nous avons investi dans Saint Gobain.

En mars, nous avons commencé à prendre nos bénéfices et nous avons réduit à la fois le bêta et la volatilité du compartiment. Nous avons vendu Faurecia (après une hausse de 30%), Italcementi (+63%), Intesa (+35%), Peugeot (+73%) et Pirelli (+35%). En contrepartie, nous sommes entrés dans Carrefour, BBVA et nous avons participé au reclassement d'Havas au regard de la décote. Les meilleurs performances sont Pirelli (+13%), Amadeus (+8,40%) et Lanxess (+7,80%). Du côté des sous-performances, Western Areas (-15,6%) a souffert de la forte baisse du prix Nickel, tandis que Wirecard (-4,5%) a subi des prises de profit avant sa publication d'avril. Le compartiment est très sous-investi (80%), nous allons poursuivre nos achats en avril si nous avons des signes d'une poursuite de la hausse et si les publications aux Etats-Unis nous permettent d'anticiper au minimum une stabilisation des indices américains.

En avril, nous avons entamé le ré-investissement sur la deuxième partie du mois en prenant position sur Volkswagen, Fiat, Unicredit et Shell. Nous sommes sortis de Heineken, Havas et Lanxess.

Le mois a été marqué par la publication des premiers trimestres qui sont en majorité de bonne facture. Les bonnes performances sont venues de Veolia (+7,4%), Mondelez (+6,3%) ou Cap Gemini (+4,2%). En revanche les bons résultats de Commerzbank ont été gommés par l'annonce d'une augmentation de capital (la dernière) qui permettra d'amorcer la distribution de dividendes à compter de 2016. RWE (-6,3%) souffre des risques de taxes sur les centrales à charbon en Allemagne. Nous estimons que les marchés vont sans doute encore corriger un peu mais que la tendance de fond sur les marchés européens reste forte, nous continuerons d'acheter dans tous les mouvements de faiblesse. Le fonds est investi à 99,7%.

Nous attendons un mois de juin plus compliqué, les pressions sont nombreuses pour un marché qui a beaucoup progressé : les échéances de paiement de la Grèce, la remontée des taux aux Etats-Unis et l'essoufflement de la croissance chinoise. Dans ces conditions nos investissements sont orientés pour rééquilibrer le portefeuille. Nous avons investi dans Atos afin de réduire l'exposition aux très grandes capitalisations et bénéficier d'une valeur décotée. Nous avons vendu Scor au regard de sa valorisation pour la remplacer par Generali. Nous sommes entrés dans Solvay suite à sa correction alors que le potentiel de recovery reste entier. Nous avons vendu Shell, considérant que le rally sur les valeurs pétrolières était terminé. Nous sommes sortis aussi d'Atlantia puisque la remontée des taux italiens risque de limiter le rebond.

Les bonnes performances sont venues d'ING (+8,6%), Fiat (+8,9%) Marks & Spencer (+5,5%) et Lanxess (+5,5%). En dehors de cette dernière, nos valeurs allemandes sont le plus affectées par les craintes de ralentissement de la croissance mondiale : Volkswagen (-4,5%), E.On (-4,2%), Wirecard (-4,2%).

Le fonds est investi à 89,9%, nous attendons une correction sur le mois de juin afin de réinvestir notre cash.

Rapport de Gestion (suite)

En juin, nous avons donc réinvesti notre trésorerie sur les points bas de marché, principalement sur le marché allemand qui nous paraît plus sécurisé que les autres et qui avait fortement corrigé sur ses plus hauts. Ainsi nous sommes entrés dans Bayer dont le Spin-Off des activités santé et chimie devrait faire ressortir une plus forte valeur. Nous avons aussi investi dans Heidelbergement qui bénéficie de la reprise de la construction aux Etats-Unis. Enfin, le dernier investissement a été sur DIA pour nous orienter sur la croissance de la consommation en Espagne.

La principale bonne nouvelle provient de Lanxess (+4,7%) qui est maintenant la meilleure performance du Dax, le retournement sur le marché des pneumatiques est en train de se confirmer, ce qui permet à Lanxess de commencer à réaugmenter ses prix. La principale mauvaise nouvelle concerne Amadeus (-13,7%), Lufthansa remettant en cause le modèle des GDS. Ce n'est pas la première fois que cela arrive et cela s'est toujours soldé par un échec, nous restons confiants sur le dossier. Notre politique de réinvestissement nous amène à avoir une exposition au marché action de 102% dont 91% en direct sur les actions.

Cet été nous avons vendu LVMH, Airbus, allégés Arcelor, DIA, Volkswagen, Fiat, Generali. Notre exposition évolue en arbitrants via les futures de l'Eurostoxx 50. Les semaines qui viennent seront décisives pour le sens du marché, nous estimons qu'il y a 50% de chance que nous soyons entrés dans un bear market (marché baissier) et comme souvent le mois d'octobre sera critique. Si la Banque de Chine, la Réserve Fédérale et la BCE continuent de soutenir le marché il n'y aura pas d'écroulement malgré le stress que nous voyons actuellement.

En septembre, nous avons investi dans SAP, qui bénéficie d'une forte résilience de ses revenus et qui selon nous devrait voir une accélération de la croissance de ses ventes. Nous sommes aussi revenus sur Havas, qui est le grand vainqueur de la guerre du monde publicitaire. En fin de mois, nous avons renforcé Royal Dutch Shell, le mouvement sur le pétrole nous paraissant exagéré. Le fonds a été pénalisé par Volkswagen qui représentait 4% avant le scandale et la ligne a été réduite à 2%. Afin de compenser cette moins-value, nous avons investi dans Peugeot à 12,60€, nous n'anticipons pas d'impact pour le groupe français sur ses ventes. Le fonds est investi à 100%.

En octobre, nous avons investi dans Eurotunnel, les problèmes liés aux clandestins étant derrière et le trafic du fret devrait revenir progressivement. Nous avons réduit notre exposition sur DIA qui est une des rares déceptions lors de la publication des résultats. Nous avons initié une ligne sur Métro dont le développement récent devrait occasionner un re-rating du titre. Afin de réduire la cyclicité du fonds nous sommes sortis de Wacker Chemie, en revanche nous avons augmenté notre position sur Bayer. Le fonds reste investi à 100%.

En novembre, les dernières publications ont été positives, Ahold et Veolia restent des convictions fortes. La seule déception est venue d'Unicredit puisque le plan semble ambitieux. Toutefois nous estimons qu'il s'agit d'une des seules banques européennes avec un potentiel de plus de 50%. Au fur et à mesure de l'exécution du plan qui nous paraît réaliste, le marché revalorisera le titre. Le fonds a sous-performé sur le mois du fait de sa sous-exposition aux valeurs dollars et de la baisse de Groupe Eurotunnel qui subit une défiance suite aux attentats de Paris. Nous restons confiants sur le titre dans la mesure où le trafic de camions a repris sa croissance avec de nombreux records au mois de novembre.

Les mois qui arrivent s'annoncent encore plus mouvementés, le marché n'a pas connu de hausse de taux depuis près de huit ans. Etant donné que nous ne voyons pas un écroulement de l'économie mondiale, nous restons investis à 100%, tout en se concentrant sur des histoires de croissance de chiffres d'affaires et de résultats qui ne sont pas « pricés » par le marché à l'instar des investissements réalisés sur Métro et Rémy Cointreau.

En décembre, nous avons rééquilibré le portefeuille, en soldant nos lignes sur Carrefour et Dia, afin de réduire notre exposition au secteur retail, peu attractif lors des périodes de déflation. Nous avons aussi soldé notre position sur Aegon dont le management nous a déçu cette année. Nous sommes revenus sur SAP après sa correction, la thématique reste solide et le virage réussi dans le cloud semble en bonne voie. Nous avons aussi investi dans Orange qui a passé le cap de la décroissance et qui devrait bénéficier en 2016 d'une croissance de son CA additionnée à une accélération de la baisse des coûts salariaux. Nous sommes aussi entrés sur Phillips qui est en voie de finir son mouvement stratégique et qui d'ici fin 2016 devrait être uniquement focalisé sur le secteur de la santé mais affichant une décote de 40%. Enfin, nous avons initié une ligne sur Dassault Aviation, très nettement sous-valorisé.

Le compartiment est investi à 100% et continuera de s'ajuster en fonction des publications et des risques économiques. Sur le mois nous avons mieux résisté que le marché, grâce à une sous-exposition aux valeurs dollars, ce qui nous avait pénalisées le mois précédent. Nous cherchons à augmenter notre profil prudent, en réduisant le bêta et la volatilité du compartiment.

Rapport de Gestion (suite)

COMPARTIMENT MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES

Le compartiment MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES de la SICAV Luxembourgeoise MW ASSET MANAGEMENT est investi sur des obligations internationales d'émetteurs privés émises presque exclusivement en euros, afin de bénéficier d'un rendement supérieur à celui des obligations d'Etat. La notation moyenne du portefeuille d'obligations se situe dans la catégorie Investissement « BBB » pour la plus grande partie (environ 70%). Le solde peut être investi sur des émetteurs de catégorie spéculative (maximum 10%) avec une attention toute particulière sur la qualité de crédit, des obligations convertibles (maximum 20%) et des émetteurs non notés par les agences de rating (maximum 10%).

Evénement marquant de l'année 2015

Le 30 décembre 2015 dernier nous avons appris avec stupeur et étonnement que la Banque du Portugal transférait de façon illégale et sans demander l'avis aux porteurs de dettes, des obligations de la banque Novo Banco à Banco Espirito Santo (BES) afin de renforcer le bilan de près de 2 milliards d'euros et d'accroître le ratio CET1 de 9,4% à 13% de Novo Banco. Cette décision complètement imprévisible et inadmissible, car sans respect des normes, de la règle du pari-passu et du principe d'égalité entre porteurs de dette de même rang ont été violés. D'importants porteurs de cette dette devraient par ailleurs entamer une procédure à l'encontre de la Banque du Portugal. Cette dernière avait essayé de vendre la nouvelle banque mais le processus de privatisation a été interrompu en septembre, les offres soumises ayant été jugées trop basses. Avant cet événement l'obligation NOVO BANCO 2017 cotait autour de 93% avant de tomber à près de 15%. Ceci explique que la part du compartiment termine l'année 2015 en baisse à 1.588,25€ soit une variation de -2,24% et notre indice de référence l'Euro MTS 3/5 ans termine l'année en hausse de +1,39%.

Au 31 décembre 2015, le compartiment se présente ainsi :

Actif net : 52.390.037,23 EUR
Nombre d'actions classe CI : 32.985,51
Nombre d'actions classe CB : 70.000
Valeur nette d'inventaire par action classe CI : 1.588,25 EUR
Valeur nette d'inventaire par action classe CB : 0,01 EUR

Contexte économique

La conjoncture économique générale sur la première partie de l'année 2015 a été rappelée plus haut dans le compartiment MW ACTIONS EUROPE.

Plusieurs événements ont dominé durant le mois de janvier 2015 :

Le premier fait marquant de l'année 2015 fut l'abandon contre toute attente du plancher de 1 EUR = 1,20 CHF par la Banque Nationale Suisse. Ce jour-là l'EUR/CHF a perdu jusqu'à 33% pour se normaliser quelques heures après autour de la parité. Les conséquences sur l'économie helvétique et sur le reste de l'Europe sont nombreuses. Pour la première fois de l'histoire du marché monétaire et obligataire, un taux d'intérêt à 10 ans est passé en territoire négatif (et même le 15 ans !). En effet, le 10 ans de la Suisse est tombé à -0,12%. La BNS a également abaissé le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en compte de virement (à -0,75% contre -0,25% précédemment).

Le deuxième fait marquant est l'annonce par la BCE et son président Mario Draghi d'un Quantitative Easing de 60 Mds € (dont 45 à 50 Mds € d'achats d'obligations souveraines) par mois à compter de mars 2015 et ce jusqu'à septembre 2016 (soit environ 1.140 Mds €). Les taux souverains européens devraient rester sous pression, l'engagement de la BCE d'acheter de la dette souveraine l'emportant sur les inquiétudes liées au faible partage des risques, ou encore à l'incitation pour les Etats à ralentir leurs efforts budgétaires et à mener des réformes structurelles dans un contexte monétaire encore plus accommodant.

Dernier fait majeur de ce mois de janvier, la victoire d'Aléxis Tsípras et de son parti de gauche radicale Syriza aux élections législatives. Nous serons attentifs dans les prochaines semaines et mois à ce que dira le nouveau Premier Ministre grec sur la négociation avec ses créanciers de la dette du pays et aux décisions prises pour sortir le pays de la crise.

Par ailleurs, la poursuite de la chute du prix du baril entraîne un décrochage marqué des anticipations d'inflation en Europe.

Rapport de Gestion (suite)

En zone euro, la Grèce a de nouveau occupé le devant de la scène européenne. Le pays s'est notamment vu supprimer des mesures exceptionnelles dont pouvaient bénéficier les obligations souveraines grecques auprès de la BCE (tout en maintenant l'Emergency Liquidity Assistance, fourniture de liquidité d'urgence). Mais en fin de mois elle a trouvé un compromis en prorogeant de 4 mois ses remboursements. La question de la soutenabilité des finances publiques du pays reviendra en effet rapidement sur la table des négociations, notamment à l'approche de la fin de la période de prolongation de l'aide (i.e. juin) et des remboursements prévus au FMI et à la BCE les 20 juillet et 20 août.

Les rendements obligataires portugais ont bénéficié de l'annonce du moindre financement de la BCE aux banques portugaises (plus bas depuis avril 2010). Les taux à 10 ans ont enregistré un plus bas historique en passant sous les 2% (1,83%). De nouveaux plus bas historiques ont également été atteints sur les taux à 10 ans de l'Espagne (1,26%), de l'Italie (1,33%), de la France (0,54%) et de l'Allemagne (0,30%).

Côté américain, de bonnes statistiques d'emploi (notamment de salaires) publiées début février pour le mois de janvier sont venues renforcer les anticipations de remontée des taux directeurs (les taux à 2 ans ont eux-mêmes augmenté).

Tous les mois se suivent et se ressemblent avec la baisse continue des taux sur tous les continents : Amériques, Asie et surtout en Europe avec les premiers effets du programme d'achats mensuels de la BCE. Seule la Grèce fait exception avec des taux qui se tendent sur des problématiques spécifiques au pays (discussions techniques avec ses créanciers internationaux). Le gouvernement grec doit proposer début avril une liste de réformes à ses partenaires.

L'élément marquant de la mi-mars aux USA aura été la conférence de presse de Janet Yellen à l'issue de la réunion de politique monétaire de la Fed. Tout en rappelant que la dynamique de croissance restait bien orientée, la présidente de la Fed a conservé un ton très prudent, conditionnant la première hausse des taux directeurs à l'amélioration du contexte économique. Le but étant d'éviter des pressions additionnelles sur le dollar et une remontée trop rapide des taux obligataires.

Le marché s'est retourné à partir de la mi-avril sur l'ensemble des taux souverains américains et européens (hors Grèce) notamment après avoir touché un nouveau plus bas historique (0,05% sur le 10 ans allemand).

Les débats sur la situation grecque ont animé les marchés obligataires ce mois-ci. En effet, la visibilité se réduit sur la stratégie du gouvernement. L'annonce par le ministre de l'Intérieur, démentie par la suite, d'un non-paiement des échéances d'avril pour le FMI a provoqué une vague d'inquiétude. Les discussions doivent donc accélérer pour éviter un incident financier, un défaut ou une sortie de la Grèce de la zone euro. En fin de mois, le changement de l'équipe de négociations avec ses créanciers a été perçu comme un signe de sa volonté d'aboutir à un compromis. Par conséquent, sur la deuxième partie du mois, les taux grecs à 10 ans se sont fortement détendus.

A noter aux USA, la publication de la croissance américaine au T1, particulièrement décevante aussi bien sur le chiffre global que sur l'analyse des composantes, a tiré la parité euro dollar à un plus haut depuis début mars. Entraîné par la faiblesse du dollar, le prix du baril de Brent s'est lui aussi affiché en nette hausse.

Le mois de mai a débuté sur une forte hausse des taux longs (10 ans et au-delà) pour renouer avec les plus hauts de fin 2014. En 10 jours les taux auront effacé 3 mois de performance positive (environ 4% sur les obligations à 10 ans de l'Allemagne passant de 0 à 0,75%). Les taux à deux ans sont quant à eux restés quasiment inchangés.

Ce mouvement s'apparente à des prises de profits et résulte d'une conjonction d'éléments : 1) déception par rapport à la croissance américaine alimentant les anticipations d'action plus tardive de la part de la Fed, hausse des matières premières et baisse du dollar ; 2) doutes quant à la capacité de rebond de l'économie américaine et quant à la vigueur de la croissance en zone euro alors que le prix du pétrole augmente ; 3) accélération de l'inflation plus rapide qu'initialement anticipée ; 4) discussions floues sur la Grèce à l'approche de la réunion de l'Eurogroupe le 11 mai un jour avant une nouvelle échéance de remboursement au FMI et doutes (désormais levés) quant aux résultats des élections au Royaume-Uni le 7 mai.

Après une première semaine de hausse des taux, le reste du mois de mai a été marqué par une correction suite à l'annonce de la BCE de plus de flexibilité dans son programme d'achats en les renforçant en mai et juin afin de compenser à l'avance la pénurie de liquidité habituellement observée en juillet et août. Côté américain, les Minutes de la Fed ont montré que l'institution restait circonspecte quant à la vigueur de l'économie, repoussant les anticipations de resserrement monétaire prévus par certains en juin.

Tous les regards et attentions se sont tournés vers la Grèce durant ce mois de juin. Les taux ont évolué en ordre dispersé avec une forte hausse généralisée en Europe en début de mois, le taux à 10 ans de l'Allemagne atteignant un plus haut depuis septembre 2014 à 1,05% après avoir touché 0,05%. Par la suite, ce fut un peu plus compliqué et volatile avec les annonces de part et d'autres sur la Grèce. En effet, chaque espoir d'accord trouvé sur la Grèce était une opportunité d'acheter les obligations d'Etats de zones périphériques et chaque démenti par les officiels européens était l'occasion pour les investisseurs de racheter des obligations souveraines de pays sûrs et refuges comme l'Allemagne. Cette divergence géographique se retrouve au niveau des obligations d'entreprises privées.

Rapport de Gestion (suite)

L'évolution des taux grecs s'inscrit en marge du reste de la zone, suivant une dynamique propre : détente en début de mois dans l'espoir d'un accord avec ses créanciers et écartement après le report au 30 juin d'une échéance de 300 M€ au FMI. Puis ils sont violemment remontés. L'accélération des réunions au plus haut sommet témoigne de l'urgence de la situation face à l'incapacité des dirigeants grecs à contre-proposer des mesures visant à équilibrer les finances publiques et jugées efficaces par les partenaires européens.

Une fois le sort grec réglé nous pourrions nous concentrer sur le véritable enjeu de l'année 2015 : la remontée des taux directeurs de la Fed. Les dernières statistiques américaines sont venues renforcer les anticipations de resserrement monétaire en septembre 2015 (selon un sondage Bloomberg du 9 juin, 50% du consensus prévoyait une hausse des taux directeurs en septembre).

La fin du mois a été marquée par l'annonce surprise de la tenue d'un référendum en Grèce dimanche 5 juillet, pour ou contre le plan proposé par les créanciers, et du coup la rupture des négociations entre la Grèce et ses créanciers. Les taux d'intérêts à 10 ans de la Grèce sont passés de 10,8% à plus de 15,6% après l'annonce. Le plan d'aide international en place depuis 2012 a expiré le 30 juin et la Grèce n'a pas remboursé les 1,6 MM€ dus au FMI, sollicitant un report de paiement. La BCE a, pour l'heure maintenu le niveau de la ligne de liquidité d'urgence (ELA) accessible aux banques grecques.

L'évolution de la situation reste incertaine, quelle que soit l'issue du référendum, et la volatilité pourrait demeurer importante dans les jours et semaines à venir. Nous n'avons effectué aucune opération ce mois-ci dans ce marché chahuté.

C'est le « Non » qui l'a largement emporté lors du Référendum soumis aux grecs le 5 juillet dernier afin d'aller contre un plan proposé par les créanciers européens. Ce « non » a provoqué une forte volatilité des taux européens (le Bund a évolué entre 0,60% à 1% durant le mois). Les propositions de réformes de la part du gouvernement grec sont venues rassurer les investisseurs. Ces propositions, combinant aussi bien une hausse des recettes qu'une baisse des dépenses de l'Etat, sont en effet de nature à satisfaire davantage les créanciers internationaux et crédibilisent l'émergence d'un compromis. L'appétit pour les actifs européens s'est fortement repris.

Après l'accord de principe entre la Grèce et ses créanciers à la mi-juillet et le vote des premières réformes par le Parlement grec, les responsables européens ont décidé de débloquer une aide d'urgence de 7 MM€. Dans la foulée, la BCE a annoncé le relèvement de l'ELA de 900 M€, ce qui a permis aux banques de rouvrir. Progressivement, le risque de défaut désordonné ou d'un effondrement du système bancaire s'est éloigné. L'ensemble des rendements souverains périphériques et cœurs se sont fortement détendus jusqu'à la fin du mois. Les flux et la liquidité ont été très rares en ce mois de juillet sur le marché obligataire et les rendements ont profité des achats de la BCE qui maintient son rythme de 60 milliards d'euros par mois.

Au-delà de la zone euro, un autre élément vient alimenter les pressions baissières sur les taux : la rechute des anticipations d'inflation en lien avec celle des cours du pétrole. La validation de l'accord du 14 juillet par l'ONU et l'UE ouvre la porte à une levée des sanctions contre l'Iran dans 90 jours. Toute chose égale par ailleurs, le retour du pétrole iranien sur les marchés internationaux maintiendra sous pression les prix de l'or noir à l'origine de la chute de l'inflation dans le monde.

Aux Etats-Unis, les Minutes de la Fed ont indiqué la prudence toujours de mise de l'institution, entraînant les taux longs à la baisse. Tout en rappelant que l'économie américaine semble suffisamment solide pour supporter une, voire deux hausses de taux directeurs d'ici la fin d'année, les membres du conseil ont exprimé une certaine prudence par rapport à i) la dynamique future d'inflation ; ii) l'évolution de la situation en Grèce ; iii) le ralentissement de l'économie chinoise et risque d'une rechute de la demande chinoise de matières premières.

La dernière semaine du mois d'août s'est déroulée en deux temps sur les marchés, avec un lundi noir pour les actions (CAC 40 en baisse de 5,3%), puis rebond massif les deux séances suivantes. La conséquence sur les taux souverains fut une violente remontée pour les pays cœurs (taux allemand 10 ans sur un point bas de 0,53% lundi en séance, contre 0,71% vendredi) tandis que les pays périphériques enregistraient un net resserrement. Cette réduction a été d'autant plus importante pour les pays dont les taux avaient été les plus sous pression en août (i.e. Grèce, Portugal). Par rapport aux précédentes semaines, cette inversion de tendance est en lien avec la réduction de l'aversion au risque sur les marchés financiers grâce à la conjonction de trois facteurs : i) la Chine qui engage des mesures de soutien à son économie (i.e. nouvelle baisse des taux directeurs et des réserves obligatoires des banques), ii) une BCE qui réaffirme sa capacité à en faire encore plus si nécessaire, iii) une croissance américaine qui maintient sa trajectoire d'accélération (la révision du PIB du T2-15 s'est inscrite bien au-delà des attentes, à 3,7% en rythme annualisé contre 3,2% attendu).

Les incertitudes qui persistent sur l'avenir du programme d'aide en faveur de la Grèce et le spectre de nouvelles élections nuisent aux pays menacés par la contagion. Le parlement grec a voté des mesures de libéralisation de l'économie exigées par les créanciers en amont de la conclusion d'un nouveau programme d'aide. Enfin, malgré la validation d'un 3ème plan d'aide, les taux grecs subissent le contrecoup de l'annonce de la démission d'A. Tsipras et de la convocation d'élections anticipées.

Rapport de Gestion (suite)

L'annonce par les autorités chinoises d'une modification du mode de cotation du yuan et la dévaluation qui s'en est suivie a généré des pressions baissières sur les rendements obligataires des économies avancées. Les risques, de plus en plus palpables, d'un ralentissement de l'économie chinoise se sont également répercutés sur les anticipations de resserrement monétaire à venir aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Par la suite, les taux souverains se sont légèrement redressés dans un contexte moins anxiogène concernant la Chine (les autorités chinoises ayant fait des déclarations pour limiter la baisse du renminbi).

Les minutes de la dernière réunion de la Fed ont déçu ceux qui s'attendaient à y lire que la banque centrale agirait dès septembre. L'institution s'apprête certes à remonter ses taux directeurs, mais ses membres ont encore des doutes sur la solidité de la croissance, et surtout la capacité des salaires à accélérer à la hausse pour générer dans la durée suffisamment d'inflation. Les bas niveaux du prix du pétrole ont également continué de peser sur les anticipations d'inflation.

Aux US, les membres de la FED ont décidé de ne pas augmenter les taux directeurs. En effet, ils ont considéré que si la croissance était clairement robuste, la coexistence de plusieurs facteurs (Chine, pétrole, émergents, matières premières) susceptibles de ralentir le rythme de remontée du taux d'inflation justifiaient le statu quo. Pour l'heure, l'institution reste convaincue qu'elle sera en mesure de durcir sa politique monétaire d'ici fin 2015, rappelant clairement que l'option du mois d'octobre était pleinement valide. Pour rappel, plus de 30% du consensus s'attendait à une hausse des taux directeurs par la Fed lors de ce meeting. Cette annonce a entraîné une baisse des rendements obligataires à 10 ans (les taux américains sont passés de 2,30% à 2,15%).

En zone euro, l'élément déterminant a été le conseil de politique monétaire de la BCE et le ton particulièrement accommodant de son président. Alors que l'institution a révisé ses prévisions de croissance et d'inflation à la baisse, Mario Draghi a indiqué qu'elle disposait de capacité d'action, dont une modification du programme d'achat d'actifs mensuels (taille, composition) tout en insistant sur la possibilité d'en allonger la durée bien au-delà de septembre 2016. La conférence de presse de Mario Draghi vient ainsi conforter les anticipations de politique monétaire très accommodante, ce qui limite le potentiel de remontée des taux souverains européens.

Dans la plupart des économies avancées, les anticipations d'inflation à 10 ans ont continué de reculer, sous l'effet des anticipations toujours négatives sur le prix du baril de pétrole. La fin du mois de septembre a été très volatile sur l'ensemble des taux souverains.

Lors de son conseil de politique monétaire de la BCE, l'institution n'a rien annoncé mais le ton employé par Mario Draghi a été particulièrement incisif. Il s'est montré enclin à agir lors du prochain conseil, le 3 décembre. Il l'a justifié par un renforcement significatif des risques baissiers sur les scénarii de croissance et d'inflation. Même si l'objectif premier de ses propos est d'affaiblir l'euro, ils sont également de nature à contenir la progression des taux souverains européens, voire de pressurer les taux courts (Euribor et Eonia) alors que l'option de nouvelle baisse des taux de dépôts a été évoquée. Du coup les taux souverains européens ont réagi à la baisse puis sont repartis à la hausse en fin de mois après le discours de la Fed et la remontée des taux américains.

Seul le Portugal fait figure d'exception pendant le mois d'octobre sur l'évolution de ses taux d'intérêts. En effet, une incertitude politique est apparue suite aux élections législatives. Le Portugal ne dispose toujours pas d'un gouvernement. Le pays n'a d'ailleurs pas envoyé dans les temps son projet de budget 2016 à la Commission.

Les Minutes de la Fed indiquent qu'elle a préféré jouer la prudence le 17 septembre dernier pour ne pas amplifier le resserrement monétaire involontaire de l'été, mais elles ont toutefois mis en exergue le fait que les tensions croissantes sur le marché du travail compenseront progressivement les effets négatifs du dollar et des matières premières. Globalement, la Fed devrait être en mesure d'agir d'ici la fin d'année, entraînant très probablement les rendements obligataires américains à la hausse.

L'ensemble des taux souverains (hors Grèce) débutent le mois de novembre sur une note nettement haussière. Un changement de tendance s'observe depuis le 28 octobre, suite au dernier conseil de politique monétaire de la Fed. Deux éléments sont venus soutenir cette remontée: 1) les déclarations en milieu de semaine de Janet Yellen sur une « possibilité réelle » de relèvement des taux en décembre ; 2) le flux d'informations positives concernant les économies avancées (aux Etats-Unis : les dépenses de construction, l'ISM non manufacturier et les chiffres de l'emploi surprennent très favorablement. En zone euro, le flux d'informations économiques est encourageant depuis le 28 octobre (indice d'activité dans le secteur manufacturier, indice composite octobre, conforme à une hausse trimestrielle du PIB de 0,4% au T4-15 comme au T3-15).

Rapport de Gestion (suite)

Puis l'ensemble des taux souverains (hors Portugal dont les taux ont été affectés par la mise en minorité de son gouvernement conservateur) ont repris une tendance nettement baissière et ce jusqu'à la fin du mois. Côté américain, cette correction intervient alors que les marchés avaient réagi avec excès sur les chiffres de l'emploi américain publiés le 6 novembre. Côté zone euro, les anticipations d'action de la BCE lors de son prochain Conseil de politique monétaire le 3 décembre (hausse des achats mensuels, baisse des taux de dépôt, prolongation du programme au-delà de septembre 2016 ?) se sont renforcées. Enfin, un 3ème facteur est venu exercer des pressions baissières sur les rendements souverains : les anticipations d'inflation ont reculé aux Etats-Unis, en France, en Allemagne et au Japon dans la lignée du prix du baril de Brent qui est passé de 47,4\$ le 6 novembre à 43,7 \$ le 13 novembre.

Concernant la Grèce, l'actualité politique a été fournie avec la validation par le Parlement grec d'une série de réformes, ce qui devrait permettre le déblocage prochain d'une tranche d'aide de 2 MM€ et de 10 MM€ pour la recapitalisation des banques.

Les mesures annoncées par la BCE début décembre ont déçu les marchés, dont les attentes étaient très élevées. L'ensemble des classes d'actifs ont subi une correction. Cela a entraîné une hausse spectaculaire de 20 à 25 points de base sur les taux souverains à 10 ans. De nombreux investisseurs espéraient une augmentation du montant des achats mensuels, qui aurait maintenu une pression baissière sur les taux. Les taux longs américains ne sont pas épargnés malgré l'attente du relèvement par la FED de son principal taux directeur.

Par la suite, la majorité des taux souverains des pays développés (hors Suisse et Grèce) ont poursuivi leur baisse. Ce mouvement baissier tient à la forte correction du prix du baril de pétrole, qui achève le mois sous le seuil des 40\$ compte tenu de la perspective du maintien dans la durée d'une offre surabondante et des inquiétudes sur la vigueur réelle de la croissance chinoise. Les anticipations d'inflation ont d'ailleurs reculé pour l'ensemble des pays. Ce contexte de prix bas est de nature à continuer à faire pression sur le niveau des taux souverains européens.

L'ensemble des taux souverains à 10 ans a partiellement corrigé à la baisse suite à la conférence de la Fed et son annonce de hausse de taux. Le léger aplatissement de la courbe des taux américaine qui a suivi cette réunion peut s'expliquer par deux facteurs parallèles. Dans un premier temps, par la prise en compte progressive par les investisseurs de la politique de réinvestissement de la Fed, qui va peser sur les taux longs au fur et à mesure qu'elle va réinvestir les montants arrivant à échéance (200 MM\$ en 2016 vs 0 MM\$ en 2015). Puis dans un second temps, par des arbitrages qui privilégient une exposition sur la partie longue de la courbe au détriment de la partie courte dont la volatilité sera moins importante, maintenant que le mouvement de remontée des taux directeurs est amorcé.

Performances et stratégie de gestion employée du compartiment

En janvier, nous avons ajouté une nouvelle position en euro sur PETROBRAS ainsi qu'une nouvelle obligation russe SBERBANK 2019. Nous avons allégé notre placement sur NOVO BANCO 2017 et SONAE 2019. Enfin, nous avons soldé notre position sur TITAN CEMENT 2019 afin de réduire notre exposition à la Grèce et nous avons sorti CLIFFS NATURAL 2018 à 83% du pair (avec une plus-value).

En février, nous avons soldé notre position sur l'obligation convertible SONAE 2019 (point technique atteint sur le graphique de l'action et réduction de l'exposition action). Nous avons renforcé l'obligation convertible GALP / AMORIM 2018 qui offre encore un rendement attractif de près de 5%. Nous avons allégé les obligations NOVO BANCO 2017 suite au downgrade de l'obligation russe GAZPROMBANK.

En mars, nous avons soldé notre position (déjà allégé le mois précédent) sur les obligations NOBLE GROUP 2020 suite aux divulgations par une société de recherche des méthodes comptables douteuses et des pertes sur investissement. Face à cela nous avons acheté les obligations BANQUE PSA 2021 en USD après un retour dans la catégorie Investment Grade (BBB-) et un rendement de près de 4%. Nous avons renforcé les obligations convertibles GALP / AMORIM 2018 avec un rendement attractif de 5%.

En avril, nous avons remonté notre exposition aux actions via la poche des obligations convertibles en investissant sur FOLLIE FOLLIE GROUP 2019 (une société grecque qui distribue des produits de luxe et qui fait 85% de son chiffre d'affaires en Asie) et sur SACYR 2019 (une société espagnole de construction et de gestion immobilière). Nous avons effectué un arbitrage entre deux maturités sur des obligations de PETROBRAS (vente de la 2018 et achat de la 2022). En outre, nous pouvons souligner la belle performance du secteur pétrolier durant ce mois d'avril. En effet, les obligations PETROBRAS et GALP/AMORIM ont progressé de près de 8%.

Nous pensons que les taux d'intérêts ont entamé une nouvelle tendance de hausse qui va s'inscrire dans le long terme. C'est le scénario que nous attendions et espérons depuis plus de 2 ans. Notre compartiment obligataire est bien préparé pour ce type de situation puisque nous avons plus de 15% en billets de trésorerie et des obligations allant de 2 à 6 ans de maturité maximum réduisant notre sensibilité à la hausse des taux.

MW ASSET MANAGEMENT

Rapport de Gestion (suite)

En mai, nous avons pris notre bénéfice sur l'obligation convertible GALP / AMORIM 2018. Dans ce contexte de hausse de taux nous avons soldé deux obligations financières subordonnées, COMMERZBANK 2021 et MACQUARIE BANK 2020. Ainsi, nous réduisons notre sensibilité aux taux et remontons notre niveau de cash. Depuis le début de l'année le compartiment gagne 4,66% contre 0,78% pour notre indice.

Nous avons renforcé nos positions sur BANCO DO BRASIL 2018 et NOVO BANCO 2017 suite à la baisse des obligations. Sur Novo Banco nous restons confiants sur la société malgré les inquiétudes de suspension de leur cession par la Banque du Portugal. Selon nous il n'y a pas de risque à court terme et jusqu'au remboursement en 2017.

A fin septembre, le compartiment a effacé toute la performance de l'année en grande partie dû aux obligations liées directement ou indirectement au Brésil (PETROBRAS, BANCO DO BRASIL, RALLYE). Nous restons investis sur ces obligations puisque nous ne croyons pas à un défaut de l'une de ces sociétés et que le marché a amplifié la crise au Brésil.

En octobre, nous avons commencé à diminuer la volatilité du compartiment et la sensibilité aux taux longs durant le mois d'octobre. En effet, nous avons allégé la poche haut rendement qui est la plus risquée (BANCO DO BRASIL 2018 ; EUROBANK 2018 ; FOLLIE FOLLIE GROUP 2019). Nous avons investi sur des obligations à maturité plus courte également (AIR France 2016 ; VOLKSWAGEN 2017 ; HELLENIC PETROLEUM 2017).

En novembre, nous avons continué à diminuer la volatilité durant le mois de novembre en soldant les banques grecques EUROBANK 2018, la banque russe GAZPROMBANK 2019 et l'obligation convertible FOLLIE FOLLIE GROUP 2019. Nous avons pris notre bénéfice sur l'obligation SBERBANK 2019. Nous continuons de renforcer notre position sur HELLENIC PETROLEUM 2017 et 2019 avec un rendement attractif de près de 8%. Enfin, dans la poche « non notée », nous avons vendu et pris notre bénéfice sur TESCO PERSONAL FINANCE 2020. Nous continuons d'acheter des obligations à maturité courte et rendement attractif comme l'obligation GALP AMORIM avec du 2,5% à décembre 2016.

Nous avons soldé les obligations RALLYE 2021 (holding de Casino) le jour où le rapport de Muddy Waters est sorti valorisant la société Rallye à 0 et Casino à 6€. Même si certains éléments nous paraissaient excessifs, nous avons préféré sortir du dossier puisque des informations étaient fondées remettant en cause la solidité financière de Casino. Nous avons vendu les obligations AREVA 2021 pour faire de la place dans la catégorie Haut Rendement limité à 10% dans le compartiment suite à la dégradation de la notation des obligations PETROBRAS. Nous avons pris nos bénéfices sur l'obligation AIR France 2018 et acheté l'obligation GALERIE LAFAYETTE 2017 pour placer nos liquidités à court terme.

COMPARTIMENT MW RENDEMENT

Introduction

L'objectif du compartiment est de surperformer son indice de référence l'OAT 10 ans plus 200 points de base sur la durée de placement recommandée de 3 ans, via la construction de reverses convertibles afin de rechercher un rendement supérieur au marché monétaire.

Pour atteindre cet objectif le compartiment investit en permanence dans des billets de trésorerie ou des bons à moyen terme négociables. Ceux-ci sont adossés à une stratégie de couverture sur les marchés d'options des actions (en conformité avec les dispositions applicables des circulaires CSSF 08/356, 13/559 ; et 11/512 et des lignes de conduite de l'ESMA No 2012/832) dans le but d'encaisser des primes. A l'achat, la maturité des options sera toujours d'un maximum de 2 ans. Leur sous-jacent sera toujours une action ou un indice listé sur les marchés de l'Union Européenne, des Etats-Unis ou du Japon et devra être suffisamment liquide, pour que le produit soit couvrable.

Le compartiment pourra être investi directement en actions dans le cas où les options sont converties à l'échéance. L'investissement direct en actions résultera systématiquement et uniquement de la conversion des options et ne pourra dépasser 33% de l'actif net du compartiment. Le compartiment pourra également investir jusqu'à 20% de son actif dans des OPCVM et autres OPC Français ou Européens dans les limites des restrictions d'investissements telles que décrites dans le prospectus.

Le compartiment limitera son exposition au risque de change à 10% maximum de l'actif net.

Rapport de Gestion (suite)

Le compartiment n'investira pas dans des options digitales ou binaires, des « options rainbow », des options à barrière, des options « callable » ainsi que dans des dérivés de crédit (CDS, CFD, TRS, ABS et MBS). Dans les limites des restrictions d'investissement telles que décrites dans le prospectus et dans un but de couverture et de bonne gestion du portefeuille, le compartiment peut faire usage des techniques et instruments dérivés. Le compartiment ne pourra investir plus de 100% de son actif net.

Les demandes de souscription et de rachat de parts sont centralisées chaque vendredi d'établissement de la valeur liquidative (hebdomadaire) avant 16h auprès de CACEIS Bank Luxembourg. Ces demandes sont exécutées sur la base de la prochaine valeur liquidative, à cours inconnu. Les règlements interviennent le surlendemain ouvré (J+2).

Le compartiment aura vécu un peu plus de 5 mois en 2015 et profité des fortes variations de l'été pour commencer ses investissements. Les souscriptions se sont étalées sur la fin d'année et complètent le million d'euros du lancement. Il était totalement investi au 31 décembre.

Durée de placement recommandée : 3 ans.

Le compartiment capitalise ses revenus. Le compartiment n'est pas commercialisé en France. Le compartiment est réservé à une clientèle professionnelle ou en gestion sous mandat.

Au 31 décembre 2015, le compartiment se présente ainsi :

Actif net : 2.436.319,96 EUR
Nombre d'actions classe CI-P : 24.767
Nombre d'actions classe CB-P : 1.000.000
Valeur nette d'inventaire par action classe CI : 97,97 EUR
Valeur nette d'inventaire par action classe CB : 0,01 EUR

Performances et stratégie de gestion employée du compartiment

Le compartiment MW RENDEMENT a axé sa stratégie sur 3 axes. Le premier est de se positionner sur des options puts de groupes essentiellement dont l'activité est essentiellement axée sur l'Europe. Ainsi, nous avons pris des positions importantes sur le secteur des télécoms dont les revenus sont résilients, les valorisations raisonnables et en cours de concentration. Nous avons ainsi des puts sur Orange, Bouygues, Telecom Italia et Vivendi. Dans ce cas de figure les rendements espérés sont entre 5 et 10%.

Le deuxième axe est de rentrer sur des puts dans le secteur de la santé dans des excès de faiblesse sur les titres, ce qui réduit les risques de forte baisse. Nous avons fait cela sur Sanofi qui a souffert de son profit warning, Bayer et Novartis. Nous avons aussi appliqué ce principe sur le Arysza, Groupe suisse de boulangerie industrielle qui fournit notamment McDonalds et qui présentait une décote de 50% suite à différentes déceptions sur les résultats. Le niveau de valorisation offre une très forte résilience, et un risque très faible pour nos puts. Pour cette stratégie, nous visons environ 4% de rendement.

Le troisième axe est de profiter de la volatilité du marché pour intervenir sur des sujets en cours de stress ou des titres que l'on considère seins mais survendus. Ainsi nous sommes intervenus au cœur du stress de septembre sur Carrefour (risque brésilien surestimé), Daimler (en plein cœur de la tempête sur le scandale Volkswagen) et Engie (faible valorisation). Nous sommes aussi entrés sur Shell au creux de décembre, nous estimons que le secteur pétrolier offre moins de risques de baisse, suite au fort repli de 2015. Les rendements visés vont de 4 à 10% suivant les opportunités.

Au 31 décembre le compartiment était investi à 100% et toutes les options avaient une maturité sur décembre 2016.

Conjoncture

La conjoncture économique générale sur la première partie de l'année 2015 a été rappelée plus haut dans le compartiment MW ACTIONS EUROPE (pour la partie actions) et dans le compartiment MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES (pour la partie obligations).

Rapport de Gestion (suite)

2016 : un environnement favorable aux pays développés et des évolutions contrastées entre les zones

L'économie mondiale devrait rester marquée par des situations divergentes entre les pays développés, où la reprise va se poursuivre, et les économies émergentes, en décroissance pour celles liées aux matières premières et pétrole. Un rebond notable du prix des matières premières nous semble à court terme peu probable : le marché du pétrole subissant une offre pléthorique et la transition vers un nouveau modèle de croissance en Chine.

D'autre part l'année 2016 s'annonce marquée par une actualité politique chargée (nouveau président américain et vote du Royaume Uni sur son statut européen) et par des tensions géopolitiques qui peuvent être source de volatilité. Dans ce contexte, la croissance mondiale ne devrait pas connaître d'accélération marquée mais ne devrait pas non plus se dégrader davantage.

Aux États-Unis, la Fed va continuer de remonter ses taux mais à un rythme probablement plus lent qu'attendu par le consensus. L'activité devrait être soutenue dans le secteur de la construction et certains facteurs qui ont pesé, comme la baisse de la dépense publique, s'estomper. L'impact de la hausse du dollar et de la baisse du prix du pétrole devrait également se réduire mais le consommateur continuera de profiter des gains de pouvoir d'achat qui n'avaient pas été entièrement répercutés sur la consommation. Ainsi, la croissance devrait rester solide (environ 2,5%) et générer suffisamment d'emplois.

Zone euro : la reprise va se poursuivre

La politique monétaire très accommodante de la BCE devrait continuer de se diffuser dans l'économie grâce à la reprise du crédit. La consommation restera soutenue par la baisse du prix du pétrole et les avancées sur le front de l'emploi. Le montant des achats de la BCE pour 2016 restant supérieur aux émissions des pays de la zone Euro.

Les taux d'intérêts très bas vont perdurer et une parité euro-dollar toujours bénéfique à l'Europe soutenir les exportations. Les indices PMI restent cohérents avec une croissance de 2%

Le point noir : le risque politique, avec des situations délicates en Espagne et au Portugal notamment et en Italie où la réforme constitutionnelle devra être approuvée en deuxième partie d'année.

Chine : un atterrissage en douceur

La croissance est pénalisée par le secteur industriel alors que les services prennent plus de poids dans l'économie. Le ralentissement en cours dans le secteur résidentiel (écoulement du stock de logements) devrait maintenir des pressions baissières sur la croissance cette année. Les autorités utilisent toutefois leurs marges de manœuvre pour éviter un ralentissement trop rapide et le desserrement des contraintes budgétaires sur les gouvernements locaux devraient soutenir les investissements en infrastructure.

La dépréciation du yuan face au dollar n'est pas le signe d'inquiétudes sur la croissance chinoise mais une conséquence de la modification de la politique de change de la banque centrale qui pilote désormais sa monnaie face à un panier de devises. Pour soutenir l'activité, la politique monétaire devrait continuer d'être assouplie.

Les États-Unis : encore une croissance soutenue en 2016

Des créations d'emplois toujours soutenues et la baisse du taux de chômage qui pourrait passer sous les 4,7% sont un bon moteur pour la consommation. D'autre part la situation des ménages s'est bien améliorée avec leur désendettement et la hausse des prix de l'immobilier.

Le dollar fort pourrait impacter le pays, mais sa progression a cessé depuis un an et il oscille entre 1,05 et 1,15. Nous suivrons de près cette composante qui évoluera avec la politique monétaire.

Davantage de sélectivité sur les marchés actions

Les marchés actions seront très volatils du fait des inquiétudes sur la croissance, mais il ne faut pas oublier que leur valorisation est la plus proche de la normale. Dans ce contexte, nous privilégions les marchés où les valorisations sont raisonnables et où le potentiel d'appréciation des résultats est encore présent, à savoir les marchés européens. Nous profiterons également des rendements soutenus de ces sociétés.

On attend cette année une progression de 7,5% des résultats pour les entreprises (zone euro) après +15% en 2015. Le consensus pour les sociétés américaines : +12%, semble ambitieux.

Rapport de Gestion (suite)

Concernant les obligations européennes, les rendements seront très faibles sur les sociétés bien notées et dans l'univers du haut rendement, le crédit devrait rester soutenu par la politique monétaire de la BCE et la conjoncture. Nous allons restructurer le compartiment obligataire en vendant les obligations de sociétés « risquées » (PETROBRAS, BANCO DO BRASIL, UNICREDIT, GAZPROM et les Banques turques...). Nous comptons diversifier et diluer nos positions dans la catégorie Haut Rendement afin de diminuer le risque sur des positions obligataires importantes. À la place, nous investirons sur des obligations « Investment Grade » de sociétés connues et reconnues dont la santé financière est stable et sûre.

Conformément aux recommandations de l'AFG et à la politique de vote de MW Gestion S.A, le gérant a exercé, dans la mesure du possible, son droit de vote lors des assemblées des sociétés françaises figurant dans le portefeuille.

Les informations de ce rapport sont données à titre indicatif sur base d'informations historiques et ne sont pas indicatives des résultats futurs.

Fait à Paris, le 31 mars 2016

RAPPORT DU REVISEUR D'ENTREPRISES AGREE

Aux actionnaires de
MW ASSET MANAGEMENT
Société d'Investissement à Capital Variable
5, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg

Conformément au mandat donné par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires du 30 juin 2015, nous avons effectué l'audit des états financiers ci-joints de MW ASSET MANAGEMENT (la « Société ») et de chacun de ses compartiments, comprenant l'état consolidé du patrimoine, l'état du patrimoine et l'état du portefeuille-titres de chaque compartiment au 31 décembre 2015, ainsi que l'état consolidé des opérations et des variations des actifs nets, l'état des opérations et des variations des actifs nets de chaque compartiment pour l'exercice clos à cette date, et un résumé des principales méthodes comptables et d'autres notes explicatives aux états financiers.

Responsabilité du Conseil d'Administration de la Société pour les états financiers

Le Conseil d'Administration de la Société est responsable de l'établissement et de la présentation sincère de ces états financiers, conformément aux prescriptions légales et réglementaires relatives à l'établissement et la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg ainsi que d'un contrôle interne qu'il juge nécessaire pour permettre l'établissement d'états financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

Responsabilité du réviseur d'entreprises agréé

Notre responsabilité est d'exprimer une opinion sur ces états financiers sur la base de notre audit. Nous avons effectué notre audit selon les Normes Internationales d'Audit telles qu'adoptées pour le Luxembourg par la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Ces normes requièrent de notre part de nous conformer aux règles d'éthique et de planifier et de réaliser l'audit en vue d'obtenir une assurance raisonnable que les états financiers ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit implique la mise en œuvre de procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournis dans les états financiers. Le choix des procédures relève du jugement du réviseur d'entreprises agréé, de même que l'évaluation des risques que les états financiers comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs. En procédant à cette évaluation, le réviseur d'entreprises agréé prend en compte le contrôle interne en vigueur dans l'entité relatif à l'établissement et la présentation sincère des états financiers afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur le fonctionnement efficace du contrôle interne de l'entité.

Deloitte.

Un audit comporte également l'appréciation du caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par le Conseil d'Administration de la Société, de même que l'appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

Nous estimons que les éléments probants recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Opinion

A notre avis, les états financiers donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière de MW ASSET MANAGEMENT, et de chacun de ses compartiments au 31 décembre 2015, ainsi que du résultat de leurs opérations et des variations de leurs actifs nets pour l'exercice clos à cette date, conformément aux prescriptions légales et réglementaires relatives à l'établissement et la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg.

Autre sujet

Les informations supplémentaires incluses dans le rapport annuel ont été examinées dans le cadre de notre mission, mais n'ont pas fait l'objet de procédures d'audit spécifiques selon les normes décrites ci-avant. Par conséquent, nous n'émettons pas d'opinion sur ces informations. Néanmoins, ces informations n'appellent pas d'observation de notre part dans le contexte des états financiers pris dans leur ensemble.

Pour Deloitte Audit, Cabinet de révision agréé

A blue ink signature, appearing to read 'Philippe Lengès', written in a cursive style.

Philippe Lengès, Réviseur d'entreprises agréé
Partner

Luxembourg, le 31 mars 2016
560, rue de Neudorf
L-2220 Luxembourg

MW ASSET MANAGEMENT

Consolidé

MW ASSET MANAGEMENT
Consolidé
Etats Financiers au 31/12/15

Etat du patrimoine au 31/12/15

Exprimé en EUR

Actifs			86.076.626,19
	Portefeuille-titres à la valeur d'évaluation	Note 2	82.707.411,85
	<i>Prix d'acquisition</i>		87.485.622,52
	<i>Moins-value non réalisée sur le portefeuille-titres</i>		-4.778.210,67
	Avoirs en banque et liquidités	Note 2	2.331.348,54
	Intérêts à recevoir		1.006.787,33
	Frais de constitution, net	Note 2	16.020,47
	Dividendes à recevoir		15.058,00
Passifs			982.610,12
	Options vendues à la valeur de marché	Note 2,8	136.328,73
	<i>Options vendues au prix d'acquisition</i>		133.519,07
	Dettes bancaires à vue		77.843,60
	A payer sur achat de titres		431.756,07
	Commission de performance à payer	Note 4	938,62
	Rachats à payer		1.382,99
	Moins-value non réalisée sur contrats de change à terme	Note 2,7	164.684,96
	Moins-value non réalisée sur contrats "futures"	Note 2,6	3.700,00
	Commission de gestion à payer	Note 4	100.171,11
	Commission d'agent administratif et de banque dépositaire à payer	Note 5	6.788,37
	Autres passifs		59.015,67
	Valeur nette d'inventaire		85.094.016,07

MW ASSET MANAGEMENT

Consolidé

Etat des opérations et des variations des actifs nets du 01/01/15 au 31/12/15

Exprimé en EUR

Revenus		3.349.187,26
Dividendes nets	Note 2	1.020.455,36
Intérêts nets sur obligations	Note 2	2.328.697,88
Intérêts bancaires à vue		34,02
Dépenses		3.122.550,55
Amortissement des frais de constitution	Note 2	10.765,18
Commission de gestion	Note 4	1.442.814,36
Commission de banque dépositaire	Note 5	31.203,62
Taxe d'abonnement	Note 3	9.795,10
Commission d'agent administratif	Note 5	50.169,77
Commission de performance	Note 4	938,62
Commission d'agent domiciliaire		6.000,00
Frais professionnels		46.092,48
Intérêts bancaires sur découvert		7.002,64
Frais légaux		9.558,50
Frais de transaction	Note 4	1.450.254,58
Autres dépenses		57.955,70
Revenus nets des investissements		226.636,71
Bénéfice net / Perte nette réalisé(e) sur :		
- vente de titres	Note 2	5.319.490,74
- options	Note 2	-6.753,00
- contrats de change à terme	Note 2	-1.816.647,94
- contrats "futures"	Note 2	386.966,10
- change	Note 2	465.042,76
Bénéfice net réalisé		4.574.735,37
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur :		
- portefeuille-titres		-6.093.756,22
- options		-2.809,66
- contrats de change à terme		-70.682,44
- contrats "futures"		20.150,00
Diminution des actifs nets résultant des opérations		-1.572.362,95
Souscriptions actions de capitalisation		47.109.748,77
Rachats actions de capitalisation		-61.301.581,37
Diminution des actifs nets		-15.764.195,55
Actifs nets au début de l'année		100.858.211,62
Actifs nets à la fin de l'année		85.094.016,07

MW ASSET MANAGEMENT
- MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES

Etats Financiers au 31/12/15

Etat du patrimoine au 31/12/15

Exprimé en EUR

Actifs		53.053.317,07
Portefeuille-titres à la valeur d'évaluation	Note 2	50.230.428,21
<i>Prix d'acquisition</i>		52.882.458,25
<i>Moins-value non réalisée sur le portefeuille-titres</i>		-2.652.030,04
Avoirs en banque et liquidités	Note 2	1.855.387,00
Intérêts à recevoir		955.752,29
Frais de constitution, net	Note 2	2.899,02
Dividendes à recevoir		8.850,55
Passifs		663.279,84
A payer sur achat de titres		431.756,07
Moins-value non réalisée sur contrats de change à terme	Note 2,7	148.840,83
Moins-value non réalisée sur contrats "futures"	Note 2,6	3.700,00
Commission de gestion à payer	Note 4	46.503,10
Commission d'agent administratif et de banque dépositaire à payer	Note 5	3.279,96
Autres passifs		29.199,88
Valeur nette d'inventaire		52.390.037,23

Changement dans le nombre d'actions en circulation du 01/01/15 au 31/12/15

	Actions en circulation au 01/01/15	Actions souscrites	Actions rachetées	Actions en circulation au 31/12/15
Classe CI				
Actions de capitalisation	39.500,92	11.684,00	18.199,41	32.985,51
Classe CB				
Actions de capitalisation	0,00	70.000,00	0,00	70.000,00

Chiffres Clés

	Année / Période clôturée le:	31/12/15	31/12/14
Actifs Nets Totaux	EUR	52.390.037,23	64.174.259,47
Classe CI		EUR	EUR
Actions de capitalisation			
Nombre d'actions		32.985,51	39.500,92
Valeur nette d'inventaire par action		1.588,25	1.624,63
Classe CB		EUR	EUR
Actions de capitalisation			
Nombre d'actions		70.000,00	0,00
Valeur nette d'inventaire par action		0,01	0,00

MW ASSET MANAGEMENT - MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES

Portefeuille-titres au 31/12/15

Exprimé en EUR

Quantité	Dénomination	Devise de cotation	Valeur d'évaluation	% actifs nets
Valeurs mobilières admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs et/ou négociées sur un autre marché réglementé			44.819.795,62	85,55
Actions			2.661.164,07	5,08
<i>Allemagne</i>				
68.667	COMMERZBK	EUR	657.280,52	1,25
<i>Canada</i>				
43.000	BARRICK GOLD	USD	292.317,61	0,56
31.000	CAMECO CORP	USD	352.091,01	0,67
<i>Etats-Unis d'Amérique</i>				
58.000	ALCOA INC	USD	527.321,30	1,01
<i>France</i>				
13.000	AREVA	EUR	70.512,00	0,13
<i>Royaume-Uni</i>				
108.000	TESCO PLC	GBP	219.011,96	0,42
<i>Suisse</i>				
6.800	NOVARTIS AG REG SHS	CHF	542.629,67	1,04
Obligations			37.661.858,55	71,89
<i>Allemagne</i>				
1.000.000	LANDESBK BER REGS 5.875 09-19 25/11A	EUR	1.144.460,00	2,18
<i>Etats-Unis d'Amérique</i>				
2.500.000	ALCOA 6.15 10-20 15/08S	USD	2.376.059,32	4,54
3.000.000	CLIFFS NAT RES 5.90 10-20 15/03S	USD	541.414,88	1,03
<i>France</i>				
2.000.000	AIR FRANCE KLM 6.75 09-16 27/10A	EUR	5.580.167,92	10,66
1.000.000	BANQUE PSA FIN REGS 5.75 11-21 04/04S	USD	2.089.990,00	3,99
1.050.000	CREDIT AGRICOLE 3.75 05-20 20/10A	EUR	988.117,17	1,89
1.000.000	DEXIAL CLF REGS 528 3.75 05-20 26/05A	EUR	1.085.316,75	2,07
400.000	GALERIE LAFAYETTE 4.50 10-17 28/04A	EUR	999.560,00	1,91
<i>Iles Caïmans</i>				
2.500.000	BCO BRAZIL SP REGS 3.75 13-18 25/07A	EUR	417.184,00	0,80
<i>Irlande</i>				
3.000.000	BANK OF IRELAND SUB 10.00 11-16 30/07A	EUR	2.337.725,00	4,46
<i>Italie</i>				
1.500.000	TELECOM ITALIA SPA 4.875 13-20 25/09A	EUR	3.129.210,00	5,97
1.500.000	UNICREDIT SPA 6.125 11-21 19/04A	EUR	3.129.210,00	5,97
<i>Luxembourg</i>				
1.500.000	GAZPROM REGS 3.85 13-20 06/02S	USD	3.424.980,00	6,54
2.500.000	GPN CAPITAL SA 2.933 13-18 26/04A	EUR	1.696.987,50	3,24
<i>Pays-Bas</i>				
3.000.000	EDP FINANCE 5.25 14-21 14/01S	USD	1.727.992,50	3,30
1.500.000	PETROBRAS INTL 7.875 09-19 15/03S	USD	3.721.678,68	7,10
1.500.000	PETROBRAS INTL FIN 5.75 09-20 20/01S	USD	1.285.003,68	2,45
1.000.000	PETROBRAS INTL FIN 5.875 11-22 07/03A	EUR	2.436.675,00	4,65
<i>Portugal</i>				
2.000.000	BANCO ESPIRITO SANTO 2.625 14-17 08/05A	EUR	5.894.792,00	11,26
1.000.000	REN EMTN 6.25 12-16 21/09S	EUR	2.865.323,32	5,48
<i>Royaume-Uni</i>				
1.500.000	HELLENIC PETROLEUM 5.25 14-19 04/07S	USD	1.225.465,18	2,34
900.000	HELLENIC PETROLEUM 8.00 13-17 10/05S	USD	1.089.503,50	2,08
1.300.000	ROYAL BK SCOTLAND SUB 6.934 08-18 09/04A	EUR	714.500,00	1,36
<i>Slovénie</i>				
1.700.000	PETROL D.D. LJUBLJANA 3.25 14-19 24/06A	EUR	1.331.615,00	2,54
<i>Turquie</i>				
1.500.000	TURKIYE GARANTI BANK 4.75 14-19 17/10S	EUR	291.660,00	0,56
1.500.000	YAPI 4.00 13-20 22/01S	EUR	1.039.955,00	1,98
Obligations convertibles			2.538.193,00	4,84
<i>Espagne</i>				
1.300.000	SACYR SA CV 4.00 14-19 08/05Q	EUR	1.037.998,00	1,98
<i>Portugal</i>				
1.500.000	AMORIM ENERGY CV 3.375 13-18 03/06S	EUR	1.500.195,00	2,86

MW ASSET MANAGEMENT - MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES

Portefeuille-titres au 31/12/15

Exprimé en EUR

Quantité	Dénomination	Devise de cotation	Valeur d'évaluation	% actifs nets
Obligations à taux flottant			1.958.580,00	3,74
	<i>Allemagne</i>		<i>1.958.580,00</i>	<i>3,74</i>
2.000.000	VOLKSWAGEN LEASING FL.R 15-17 11/08Q	EUR	1.958.580,00	3,74
Autres valeurs mobilières			0,00	0,00
Obligations convertibles			0,00	0,00
	<i>France</i>		<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
10	PROXIMANIA CV 4.20 07-12 13/07A (matured)	EUR	0,00	0,00
Actions/Parts d'OPCVM/OPC			1.412.573,87	2,70
Actions/Parts de fonds d'investissements			1.412.573,87	2,70
	<i>Etats-Unis d'Amérique</i>		<i>36.661,75</i>	<i>0,07</i>
5.000	GLOBAL X FTSE GREECE 20 ETF	USD	36.661,75	0,07
	<i>France</i>		<i>582.450,00</i>	<i>1,12</i>
117.000	LYXOR U ETF ATHEX LARGE CAP ET OU DIS	EUR	99.450,00	0,19
30.000	PATRIMOINE QUANT FCP	EUR	483.000,00	0,93
	<i>Irlande</i>		<i>520.312,12</i>	<i>0,99</i>
62.250	ISH CO FTSE 100 - ETF USD	GBP	520.312,12	0,99
	<i>Luxembourg</i>		<i>273.150,00</i>	<i>0,52</i>
45.000	COMSTAGE ETF PSI 20 -I- CAP	EUR	273.150,00	0,52
Instruments du marché monétaire			3.998.058,72	7,63
Instruments du marché monétaire			3.998.058,72	7,63
	<i>France</i>		<i>3.998.058,72</i>	<i>7,63</i>
4.000.000	ALSTOM SA ZCP 060116	EUR	3.998.058,72	7,63
Total portefeuille-titres			50.230.428,21	95,88

MW ASSET MANAGEMENT - MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES

Etat des opérations et des variations des actifs nets du 01/01/15 au 31/12/15

Exprimé en EUR

Revenus		2.334.754,74
Dividendes nets	Note 2	22.726,62
Intérêts nets sur obligations	Note 2	2.312.028,12
Dépenses		786.855,90
Amortissement des frais de constitution	Note 2	4.875,77
Commission de gestion	Note 4	585.977,71
Commission de banque dépositaire	Note 5	15.432,52
Taxe d'abonnement	Note 3	5.699,92
Commission d'agent administratif	Note 5	22.579,27
Commission d'agent domiciliaire		3.231,76
Frais professionnels		20.359,16
Intérêts bancaires sur découvert		782,02
Frais légaux		5.630,83
Frais de transaction	Note 4	96.068,38
Autres dépenses		26.218,56
Revenus nets des investissements		1.547.898,84
Bénéfice net / Perte nette réalisé(e) sur :		
- vente de titres	Note 2	1.606.060,54
- contrats de change à terme	Note 2	-1.681.399,29
- contrats "futures"	Note 2	172.810,00
- change	Note 2	140.088,84
Bénéfice net réalisé		1.785.458,93
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur :		
- portefeuille-titres		-2.730.411,92
- contrats de change à terme		-64.790,61
- contrats "futures"		40.900,00
Diminution des actifs nets résultant des opérations		-968.843,60
Souscriptions actions de capitalisation		19.484.748,36
<i>Classe CI</i>		19.484.048,36
<i>Classe CB</i>		700,00
Rachats actions de capitalisation		-30.300.127,00
<i>Classe CI</i>		-30.300.127,00
Diminution des actifs nets		-11.784.222,24
Actifs nets au début de l'année		64.174.259,47
Actifs nets à la fin de l'année		52.390.037,23

MW ASSET MANAGEMENT
- MW ACTIONS EUROPE

Etats Financiers au 31/12/15

Etat du patrimoine au 31/12/15

Exprimé en EUR

Actifs			30.435.241,97
Portefeuille-titres à la valeur d'évaluation	Note 2		30.338.401,85
<i>Prix d'acquisition</i>			32.448.973,66
<i>Moins-value non réalisée sur le portefeuille-titres</i>			-2.110.571,81
Avoirs en banque et liquidités	Note 2		87.733,87
Frais de constitution, net	Note 2		2.898,80
Dividendes à recevoir			6.207,45
Passifs			167.583,09
Dettes bancaires à vue			69.532,49
Commission de performance à payer	Note 4		938,62
Rachats à payer			1.382,99
Moins-value non réalisée sur contrats de change à terme	Note 2,7		15.497,23
Commission de gestion à payer	Note 4		50.704,80
Commission d'agent administratif et de banque dépositaire à payer	Note 5		3.367,36
Autres passifs			26.159,60
Valeur nette d'inventaire			30.267.658,88

Changement dans le nombre d'actions en circulation du 01/01/15 au 31/12/15

	Actions en circulation au 01/01/15	Actions souscrites	Actions rachetées	Actions en circulation au 31/12/15
Classe CI				
Actions de capitalisation	6.094.064,75	3.497.079,35	4.795.120,59	4.796.023,51
Classe CI-P				
Actions de capitalisation	91.596,50	257.978,00	107.260,00	242.314,50
Classe CB				
Actions de capitalisation	0,00	750.000,00	0,00	750.000,00

MW ASSET MANAGEMENT - MW ACTIONS EUROPE

Chiffres Clés

Année / Période clôturée le: **31/12/15** **31/12/14**

Actifs Nets Totaux	EUR	30.267.658,88	36.683.952,15
Classe CI			
		EUR	EUR
Actions de capitalisation			
Nombre d'actions		4.796.023,51	6.094.064,75
Valeur nette d'inventaire par action		6,0027	5,9299
Classe CI-P			
		EUR	EUR
Actions de capitalisation			
Nombre d'actions		242.314,50	91.596,50
Valeur nette d'inventaire par action		6,0730	5,9712
Classe CB			
		EUR	EUR
Actions de capitalisation			
Nombre d'actions		750.000,00	0,00
Valeur nette d'inventaire par action		0,0090	0,0000

MW ASSET MANAGEMENT - MW ACTIONS EUROPE

Portefeuille-titres au 31/12/15

Exprimé en EUR

Quantité	Dénomination	Devise de cotation	Valeur d'évaluation	% actifs nets
Valeurs mobilières admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs et/ou négociées sur un autre marché réglementé			27.344.095,55	90,34
Actions			27.344.095,55	90,34
<i>Allemagne</i>				
10.410	BAYER AG REG SHS	EUR	6.892.690,12	22,77
96.857	COMMERZBK	EUR	1.205.478,00	3,98
12.445	DAIMLER AG REG SHS	EUR	927.115,20	3,06
10.439	HENKEL AG & CO KGAA	EUR	965.483,10	3,19
34.313	METRO AG	EUR	1.077.304,80	3,56
12.323	SAP AG	EUR	1.014.292,28	3,35
5.972	VOLKSWAGEN VORZ.AKT	EUR	904.261,74	2,99
			798.755,00	2,64
<i>Australie</i>				
521.994	WESTERN AREAS	AUD	784.510,99	2,59
			784.510,99	2,59
<i>Canada</i>				
101.818	BARRICK GOLD	USD	692.167,32	2,29
			692.167,32	2,29
<i>Finlande</i>				
155.000	NOKIA OYJ	EUR	1.022.225,00	3,38
			1.022.225,00	3,38
<i>France</i>				
40.423	AXA SA	EUR	8.447.309,69	27,90
			1.019.872,29	3,37
804	DASSAULT AVIATION SA	EUR	921.786,00	3,05
66.054	ENGIE	EUR	1.078.331,55	3,56
37.727	FINAXO	EUR	264.089,00	0,87
114.630	GROUPE EUROTUNNEL SA	EUR	1.313.659,80	4,33
58.193	ORANGE	EUR	1.313.659,80	4,33
14.620	REMY COINTREAU	EUR	901.118,61	2,98
55.911	SUEZ ENVIRONNEMENT COMPANY SA	EUR	965.066,20	3,19
46.575	VEOLIA ENVIRONNEMENT SA	EUR	965.023,86	3,19
			1.018.362,38	3,36
<i>Grèce</i>				
46.350	GREEK ORGANISAT.OF FOOTBALL PROGNOSTICS	EUR	637.631,00	2,11
			375.435,00	1,24
64.900	HELLENIC PETROLEUM	EUR	262.196,00	0,87
<i>Italie</i>				
46.775	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	EUR	2.556.522,50	8,45
			791.433,00	2,61
69.795	FINMECCANICA SPA	EUR	900.355,50	2,98
168.400	UNICREDIT SPA	EUR	864.734,00	2,86
<i>Pays-Bas</i>				
61.735	AHOLD	EUR	4.361.639,37	14,41
			1.202.289,13	3,97
63.879	ROYAL DUTCH SHELL PLC	EUR	1.347.527,51	4,46
37.938	ROYAL PHILIPS ELECTRONIC	EUR	893.819,28	2,95
22.890	UNILEVER NV	EUR	918.003,45	3,03
<i>Royaume-Uni</i>				
956.870	LLOYDS BANKING GROUP PLC	GBP	948.407,41	3,13
			948.407,41	3,13
<i>Suisse</i>				
12.544	NOVARTIS AG REG SHS	CHF	1.000.992,15	3,31
			1.000.992,15	3,31
Actions/Parts d'OPCVM/OPC			2.994.306,30	9,89
Actions/Parts de fonds d'investissements			2.994.306,30	9,89
<i>France</i>				
1.700	FASTEA OPPORTUNITIES -3 DEC-	EUR	1.942.800,20	6,42
			250.954,00	0,83
36.400	LYXOR ETF FTSE MIB FCP DIS	EUR	770.588,00	2,55
8.980	LYXOR ETF STX BKS SICAV -C- EUR	EUR	921.258,20	3,04
<i>Luxembourg</i>				
173.230	COMSTAGE ETF PSI 20 -I- CAP	EUR	1.051.506,10	3,47
			1.051.506,10	3,47
Total portefeuille-titres			30.338.401,85	100,23

MW ASSET MANAGEMENT - MW ACTIONS EUROPE
Etat des opérations et des variations des actifs nets du 01/01/15 au 31/12/15

Exprimé en EUR

Revenus		999.173,29
Dividendes nets	Note 2	997.728,74
Intérêts nets sur obligations	Note 2	1.410,53
Intérêts bancaires à vue		34,02
Dépenses		2.312.866,43
Amortissement des frais de constitution	Note 2	4.876,94
Commission de gestion	Note 4	846.698,68
Commission de banque dépositaire	Note 5	15.561,46
Taxe d'abonnement	Note 3	4.003,95
Commission d'agent administratif	Note 5	27.320,15
Commission de performance	Note 4	938,62
Commission d'agent domiciliataire		2.768,24
Frais professionnels		20.066,32
Intérêts bancaires sur découvert		5.985,59
Frais légaux		3.883,85
Frais de transaction	Note 4	1.351.260,79
Autres dépenses		29.501,84
Pertes nettes des investissements		-1.313.693,14
Bénéfice net / Perte nette réalisé(e) sur :		
- vente de titres	Note 2	3.713.417,74
- contrats de change à terme	Note 2	-134.018,40
- contrats "futures"	Note 2	214.156,10
- change	Note 2	324.009,43
Bénéfice net réalisé		2.803.871,73
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur :		
- portefeuille-titres		-3.347.735,48
- contrats de change à terme		-5.544,93
- contrats "futures"		-20.750,00
Diminution des actifs nets résultant des opérations		-570.158,68
Souscriptions actions de capitalisation		24.949.627,78
<i>Classe CI</i>		23.179.030,34
<i>Classe CI-P</i>		1.763.097,44
<i>Classe CB</i>		7.500,00
Rachats actions de capitalisation		-30.795.762,37
<i>Classe CI</i>		-30.098.137,05
<i>Classe CI-P</i>		-697.625,32
Diminution des actifs nets		-6.416.293,27
Actifs nets au début de l'année		36.683.952,15
Actifs nets à la fin de l'année		30.267.658,88

MW ASSET MANAGEMENT
- MW RENDEMENT

MW ASSET MANAGEMENT - MW RENDEMENT

Etats Financiers au 31/12/15

Etat du patrimoine au 31/12/15

Exprimé en EUR

Actifs		2.588.067,15
Portefeuille-titres à la valeur d'évaluation	Note 2	2.138.581,79
<i>Prix d'acquisition</i>		2.154.190,61
<i>Moins-value non réalisée sur le portefeuille-titres</i>		-15.608,82
Avoirs en banque et liquidités	Note 2	388.227,67
Intérêts à recevoir		51.035,04
Frais de constitution, net	Note 2	10.222,65
Passifs		151.747,19
Options vendues à la valeur de marché	Note 2,8	136.328,73
<i>Options vendues au prix d'acquisition</i>		133.519,07
Dettes bancaires à vue		8.311,11
Moins-value non réalisée sur contrats de change à terme	Note 2,7	346,90
Commission de gestion à payer	Note 4	2.963,21
Commission d'agent administratif et de banque dépositaire à payer	Note 5	141,05
Autres passifs		3.656,19
Valeur nette d'inventaire		2.436.319,96

Changement dans le nombre d'actions en circulation du 22/07/15 au 31/12/15

	Actions en circulation au 22/07/15	Actions souscrites	Actions rachetées	Actions en circulation au 31/12/15
Classe CI-P				
Actions de capitalisation	0,00	26.867,00	2.100,00	24.767,00
Classe CB-P				
Actions de capitalisation	0,00	1.000.000,00	0,00	1.000.000,00

Chiffres Clés

Période clôturée le: **31/12/15**

Actifs Nets Totaux	EUR	2.436.319,96
Classe CI-P	EUR	
Actions de capitalisation		
Nombre d'actions		24.767,00
Valeur nette d'inventaire par action		97,97
Classe CB-P	EUR	
Actions de capitalisation		
Nombre d'actions		1.000.000,00
Valeur nette d'inventaire par action		0,01

MW ASSET MANAGEMENT - MW RENDEMENT

Portefeuille-titres au 31/12/15

Exprimé en EUR

Quantité	Dénomination	Devise de cotation	Valeur d'évaluation	% actifs nets
Valeurs mobilières admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs et/ou négociées sur un autre marché réglementé			2.138.581,79	87,78
Obligations			2.138.581,79	87,78
<i>Allemagne</i>				
93.000	DAIMLER EMTN 4.125 10-17 19/01A	EUR	96.846,02	3,98
<i>Corée du Sud</i>				
255.000	LG ELECTRONICS 2.00 12-16 02/12A	CHF	238.568,73	9,79
<i>Etats-Unis d'Amérique</i>				
110.000	CITIGROUP 4.45 12-17 10/01S	USD	104.243,65	4,28
108.000	MONDELEZ INTL 1.125 13-17 26/01A	EUR	109.023,30	4,47
<i>France</i>				
100.000	ARRFP 5.00 11-17 12/01A	EUR	104.863,00	4,30
100.000	AUCHAN 3.00 11-16 02/12A	EUR	102.623,50	4,21
90.000	BFCM SUB 6.10 08-16 16/12A	EUR	94.706,55	3,89
98.000	BNP PARIBAS EMTN 2.625 10-16 16/09A	EUR	99.788,01	4,10
150.000	NATIXIS 4.125 06-17 20/01A	EUR	155.717,25	6,40
100.000	REMI COINTREAU 5.18 10-16 15/12S	EUR	104.320,00	4,28
93.000	VEOLIA ENVIRONNEMENT 4.375 06-17 16/01A	EUR	97.055,27	3,98
100.000	VIVENDI 4.25 09-16 01/12A	EUR	103.721,00	4,26
<i>Ile de Jersey</i>				
100.000	BAA FUNDING LTD 4.375 12-17 25/01A	EUR	104.305,50	4,28
<i>Pays-Bas</i>				
93.000	BMW FINANCE 3.875 10-17 18/01A	EUR	96.588,41	3,96
130.000	DEUTSCHE TELEKOM INTL 6.00 09-17 20/01A	EUR	137.918,95	5,66
93.000	ING GROEP 4.00 11-16 23/12A	EUR	96.535,86	3,96
242.000	KPN GMTN 4.75 06-17 17/01A	EUR	253.151,36	10,40
37.000	RABOBANK NED 4.25 07-17 16/01A	EUR	38.605,43	1,58
Instruments dérivés			-136.328,73	-5,60
Options			-136.328,73	-5,60
<i>Allemagne</i>				
-43	ARYZTA N DEC 36.00 19.12.16 PUT	CHF	-66.594,10	-2,74
-9	BAYER DEC 92.00 19.12.16 PUT	EUR	-4.150,81	-0,17
-42	BOUYGUES DEC 28 19.12.16 PUT	EUR	-3.384,00	-0,14
-6	DAIMLER DEC 64.00 19.12.16 PUT	EUR	-5.922,00	-0,24
-16	DAIMLER DEC 60.00 19.12.16 PUT	EUR	-2.142,00	-0,09
-5	DJ EURO STOXX 50 DEC 3000 19.12.16 PUT	EUR	-4.032,00	-0,17
-66	FRANCE TELECOM DEC 12.00 19.12.16 PUT	EUR	-9.675,00	-0,40
-66	FRANCE TELECOM DEC 12.00 19.12.16 PUT	EUR	-3.894,00	-0,16
-180	NOKIA DEC 4.80 19.12.16 PUT	EUR	-11.956,00	-0,49
-74	NOKIA DEC 5.60 19.12.16 PUT	EUR	-4.680,00	-0,19
-74	NOKIA DEC 5.60 19.12.16 PUT	EUR	-3.774,00	-0,15
-12	NOVARTIS DEC 76.00 19.12.16 PUT	CHF	-3.541,29	-0,15
-71	ROYAL DUTCH SHELL DEC 18.0 19.12.16 PUT	EUR	-9.443,00	-0,39
-122	TELECOM ITALIA DEC 1 16.12.16 PUT	EUR	-11.956,00	-0,49
<i>Etats-Unis d'Amérique</i>				
-172	PETROLEO BRASIL JAN 17.00 20.01.17 PUT	USD	-27.013,63	-1,11
-172	PETROLEO BRASIL JAN 17.00 20.01.17 PUT	USD	-27.013,63	-1,11
<i>France</i>				
-10	AIR LIQUIDE DEC 96.00 16.12.16 PUT	EUR	-42.721,00	-1,75
-36	CARREFOUR DEC 22.00 16.12.16 PUT	EUR	-6.950,00	-0,29
-36	CARREFOUR DEC 22.00 16.12.16 PUT	EUR	-5.400,00	-0,22
-85	ENGIE DEC 12.00 19.12.16 PUT	EUR	-3.825,00	-0,16
-17	SANOFI DEC 76.00 16.12.16 PUT	EUR	-12.546,00	-0,51
-70	VIVENDI DEC 18.0 16.12.16 PUT	EUR	-14.000,00	-0,57
Total portefeuille-titres			2.002.253,06	82,18

MW ASSET MANAGEMENT - MW RENDEMENT

Etat des opérations et des variations des actifs nets du 22/07/15 au 31/12/15

Exprimé en EUR

Revenus		15.259,23
Intérêts nets sur obligations	Note 2	15.259,23
Dépenses		22.828,22
Amortissement des frais de constitution	Note 2	1.012,47
Commission de gestion	Note 4	10.137,97
Commission de banque dépositaire	Note 5	209,64
Taxe d'abonnement	Note 3	91,23
Commission d'agent administratif	Note 5	270,35
Frais professionnels		5.667,00
Intérêts bancaires sur découvert		235,03
Frais légaux		43,82
Frais de transaction	Note 4	2.925,41
Autres dépenses		2.235,30
Pertes nettes des investissements		-7.568,99
Bénéfice net / Perte nette réalisé(e) sur :		
- vente de titres	Note 2	12,46
- options	Note 2	-6.753,00
- contrats de change à terme	Note 2	-1.230,25
- change	Note 2	944,49
Perte nette réalisée		-14.595,29
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur :		
- portefeuille-titres		-15.608,82
- options		-2.809,66
- contrats de change à terme		-346,90
Diminution des actifs nets résultant des opérations		-33.360,67
Souscriptions actions de capitalisation		2.675.372,63
<i>Classe CI-P</i>		2.665.372,63
<i>Classe CB-P</i>		10.000,00
Rachats actions de capitalisation		-205.692,00
<i>Classe CI-P</i>		-205.692,00
Augmentation des actifs nets		2.436.319,96
Actifs nets au début de la période		0,00
Actifs nets à la fin de la période		2.436.319,96

MW ASSET MANAGEMENT

Notes aux Etats Financiers

MW ASSET MANAGEMENT

Notes aux Etats Financiers au 31 décembre 2015

1. Généralités

MW ASSET MANAGEMENT (la « Société ») est une société anonyme constituée le 23 avril 2014 conformément à la loi modifiée du 10 août 1915 relative aux sociétés commerciales. La Société a le statut de Société d'Investissement à Capital Variable (« SICAV ») conformément à la partie I de la loi luxembourgeoise modifiée du 17 décembre 2010 relative aux organismes de placements collectifs (la « Loi de 2010 »).

La Société a été constituée pour une durée illimitée et est inscrite au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le matricule B186367. Les statuts ont été publiés au Mémorial C, Recueil des Sociétés et Associations le 29 avril 2014.

La Société a désigné MW GESTION S.A. en qualité de société de gestion (la « Société de Gestion ») en conformité avec les dispositions de la Loi de 2010. La Société de Gestion est une société anonyme dont le siège social est situé au 7, rue Royale, F-75008 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 388 455 321.

Au 31 décembre 2015, trois compartiments (les « compartiments ») sont actifs :

Compartiments	Devise	Classes d'actions disponibles
MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES	EUR	CI, CR* et CB
MW ACTIONS EUROPE	EUR	CI, CR*, CI-P, CR-P* et CB
MW RENDEMENT (lancé le 22/07/15)	EUR	CI-P, CR-P* et CB-P

* Classes d'actions non actives durant l'année.

Les classes d'actions CI et CI-P sont destinées aux investisseurs institutionnels, les classes d'actions CR et CR-P sont destinées aux investisseurs particuliers et les classes d'actions CB et CB-P sont destinées aux investisseurs spécifiquement acceptés par le Conseil d'Administration de la Société. Toutes ces classes d'actions sont libellées en Euro (EUR).

2. Principales méthodes comptables

Les états financiers sont présentés en accord avec la réglementation et les principes comptables généralement admis au Luxembourg concernant les fonds d'investissement, qui incluent notamment les règles d'évaluation suivantes :

a. Evaluation du portefeuille-titres

L'évaluation des actifs (incluant les warrants) admis à une cote officielle d'une bourse de valeurs ou négociés sur tout autre marché réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public, est basée sur le cours le plus représentatif des marchés et/ou des opérations passées sur ces marchés par les gestionnaires ou d'autres acteurs du marché. Il pourra s'agir du dernier cours connu ou du cours à toute autre heure des marchés jugée plus représentative par le Conseil d'Administration de la Société tenant compte des critères de liquidité et des opérations passées sur les marchés concernés.

Si les actifs (incluant les warrants) ne sont pas admis à une cote officielle d'une bourse de valeurs, ni négociés sur un marché réglementé et si le Conseil d'Administration de la Société estime que le cours de marché n'est pas représentatif de la valeur d'un actif, l'évaluation se basera sur la valeur probable de réalisation que le Conseil d'Administration de la Société estimera avec prudence et bonne foi.

Les parts et actions d'Organismes de Placement Collectif (« OPC ») de type ouvert ou OPC en valeurs mobilières sont évaluées sur base des dernières valeurs nettes d'inventaire connues, celles d'OPC de type fermé sont évaluées sur base de leur dernière valeur de marché ou, si le prix déterminé n'est pas représentatif de la valeur réelle de ces actifs, le prix est déterminé par le Conseil d'Administration de la Société avec prudence et bonne foi.

Les instruments du marchés monétaires sont évalués à leur valeur nominale augmentée des intérêts courus ou sur base d'un amortissement linéaire.

Notes aux Etats Financiers au 31 décembre 2015 (suite)**2. Principales méthodes comptables (suite)****b. Evaluation des contrats “futures” et options**

Les contrats “futures” et options non échus sont évalués à leur dernier cours connu à la date de clôture. La plus ou moins-value non réalisée est enregistrée dans l'état du patrimoine et les bénéfices ou pertes nets(tes) réalisé(e)s sont enregistrés dans l'état des opérations et des variations des actifs nets.

c. Evaluation des contrats de change à terme

Les contrats de change à terme non échus sont évalués à la date de clôture sur base du taux de change applicable à la durée résiduelle du contrat. La plus ou moins-value non réalisée est enregistrée dans l'état du patrimoine et les bénéfices ou pertes nets(tes) réalisé(e)s sont enregistrés dans l'état des opérations et des variations des actifs nets.

d. Avoirs en banque et liquidités

La valeur des espèces en caisse ou en dépôt, des effets et billets payables à vue et des comptes à recevoir, des dépenses payées d'avance et des dividendes et intérêts annoncés ou venus à échéance, mais non encore touchés, sera constituée par la valeur nominale de ces actifs, sauf s'il s'avère improbable que cette valeur puisse être touchée; dans ce dernier cas, la valeur sera déterminée en retranchant le montant que la Société estimera adéquat en vue de refléter la valeur réelle de ces actifs.

e. Conversion des devises étrangères

Les états financiers consolidés de la Société sont exprimés en EUR et sont calculés en sommant les actifs nets de chaque compartiment à la date de clôture.

La valeur des titres ainsi que les autres actifs et passifs exprimés dans d'autres devises que l'EUR sont convertis aux taux de change en vigueur à la date de clôture.

Le coût d'acquisition des titres en portefeuille et les transactions, exprimés dans d'autres devises que l'EUR, sont convertis en EUR aux cours de change en vigueur à la date d'acquisition ou de transaction, respectivement.

Les bénéfices ou pertes nets(tes) réalisé(e)s sur change sont enregistrés dans l'état des opérations et des variations des actifs nets.

Au 31 décembre 2015, les cours de change suivants ont été appliqués :

1 EUR =	1,4904	AUD	1 EUR =	0,7372	GBP
1 EUR =	1,5033	CAD	1 EUR =	130,6900	JPY
1 EUR =	1,0877	CHF	1 EUR =	1,0856	USD

f. Plus ou moins-value nette réalisée sur ventes de titres

Les bénéfices ou pertes nets(tes) réalisé(e)s sur ventes de titres sont calculés sur base du coût moyen et sont enregistrés dans l'état des opérations et des variations des actifs nets.

g. Revenus

Les dividendes sont enregistrés comme revenus à la date où les actions sont pour la première fois « ex-dividende ». Les intérêts courus produits par les titres sont provisionnés à chaque date de calcul de la valeur nette d'inventaire.

h. Détermination de la valeur nette d'inventaire par action

La valeur nette d'inventaire par action pour chaque classe d'actions est déterminée en divisant les actifs nets concernés par cette classe d'actions par le nombre total d'actions de la même classe d'actions en circulation au moment de l'évaluation.

Notes aux Etats Financiers au 31 décembre 2015 (suite)

2. Principales méthodes comptables (suite)

i. Allocation des frais

Les frais fixes sont répartis dans chaque compartiment ou classe d'actions à proportion des actifs du compartiment ou de la classe d'actions et les frais spécifiques de chaque compartiment ou classe d'actions sont prélevés dans le compartiment ou la classe d'actions qui les a engendrés.

j. Frais de constitution

Les frais de constitution sont amortis sur une période de cinq ans à partir de la constitution de la Société et sont supportés par tous les compartiments existants à la constitution de la Société ou constitués ultérieurement.

3. Taxe d'abonnement

En vertu de la législation luxembourgeoise actuellement en vigueur, la Société n'est assujettie à aucun impôt luxembourgeois sur le revenu et sur la plus-value réalisée ou non réalisée.

Néanmoins, la Société est soumise à une taxe d'abonnement payable trimestriellement correspondant à 0,05% par an des actifs nets de chaque compartiment de la Société à l'exception des classes d'actions CI et CI-P qui bénéficient d'un taux annuel réduit de taxe d'abonnement de 0,01% conformément aux dispositions de la Loi de 2010.

Les actifs nets investis en OPC ou OPCVM déjà soumis à la taxe d'abonnement prévue par l'article 175 (a) de la Loi de 2010 sont exonérés de la taxe d'abonnement.

4. Commission de gestion, commission de transaction, commission de performance et frais de transaction

a. Commission de gestion

En rémunération de ses services, la Société de Gestion perçoit, pour chaque compartiment, une commission de gestion à la fin de chaque mois aux taux annuels maxima décrits dans le tableau ci-après. Cette commission est calculée par la valeur de l'actif net moyen de chaque classe d'actions.

Compartiments	Classes d'actions disponibles	Commission de gestion
MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES	Classe CI, CR* et CB	Max 1,00%
MW ACTIONS EUROPE	Classe CI, CR* et CB	Max 2,00%
	Classe CI-P et CR-P*	Max 1,50%
MW RENDEMENT	Classe CI-P, CR-P* et CB-P	Max 1,50%

* Classes d'actions non actives durant l'année.

b. Commission de transaction perçue par la Société de Gestion (à l'achat ou à la vente)

La Société de Gestion perçoit lors de chaque transaction effectuée pour le compte des compartiments MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES et MW ACTIONS EUROPE, une commission de transaction (à l'achat ou à la vente) prélevée sur les avoirs des compartiments de 0,12% TTC maximum pour les obligations concernant le compartiment MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES, 0,598% TTC maximum pour les actions concernant le compartiment MW ACTIONS EUROPE et EUR 17,94 TTC maximum par lot de contrats "futures" pour les deux compartiments. Le montant de chaque commission de transaction pris cumulativement avec celui des frais de courtage ne peut être supérieur à 1,00% du montant brut de la transaction en question.

Au titre de l'année se terminant le 31 décembre 2015, la Société de Gestion a perçu des commissions de transaction d'un montant de EUR 60.890,52 de la part du compartiment MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES et de EUR 890.362,56 de la part du compartiment MW ACTIONS EUROPE.

Ces commissions de transaction perçues par la Société de Gestion sont reprises, dans l'état des opérations et des variations des actifs nets, dans le poste « frais de transaction ».

Notes aux Etats Financiers au 31 décembre 2015 (suite)

4. Commission de gestion, commission de transaction, commission de performance et frais de transaction (suite)

c. Commission de performance

La Société de Gestion perçoit une commission de performance à charge des compartiments MW ACTIONS EUROPE et MW RENDEMENT et plus précisément des classes d'actions CI-P et CR-P*.

La commission de performance est payable annuellement à la fin de chaque période de performance (du 1^{er} janvier au 31 décembre). Elle est calculée en comparant la performance de la valeur nette d'inventaire par action de la classe d'actions concernée et la performance de l'indice de référence sur la période.

La commission de performance s'élève à 20,00% de la surperformance par rapport à l'Euro Stoxx Price EUR (dividendes réinvestis) pour le compartiment MW ACTIONS EUROPE et 10,00% de la surperformance par rapport à l'OAT 10 ans + 200 bps pour le compartiment MW RENDEMENT.

Au 31 décembre 2015, une commission de performance de EUR 938,62 est à payer pour le compartiment MW ACTIONS EUROPE.

* Classe d'actions non active durant l'année.

d. Frais de transaction

Les frais de transaction représentent les frais engagés par la Société en relation avec l'achat et la vente de titres ainsi que les frais en relation avec les transactions sur instruments financiers. Les frais de transaction incluent entre autres les commissions de courtage. Ces frais représentent EUR 1.450.254,58 pour l'ensemble des compartiments au 31 décembre 2015 et incluent les commissions de transaction détaillées ci-dessus.

5. Commissions d'agent administratif et de banque dépositaire

CACEIS Bank Luxembourg perçoit, en tant que banque dépositaire, une commission annuelle de 0,05% maximum et pour ses activités d'agent administratif une commission annuelle de 0,04% maximum pour le compartiment MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES et 0,05% maximum pour les compartiments MW ACTIONS EUROPE et MW RENDEMENT avec un minimum de EUR 1.500,00 par an pour les trois compartiments.

Ces deux commissions sont calculées sur base de la moyenne mensuelle des actifs nets de chaque compartiment et sont payables mensuellement.

6. Contrats "futures"

Au 31 décembre 2015, les contrats "futures" suivants sont ouverts :

MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES

Quantité	Désignation	Achat/ Vente	Devise	Engagement (en EUR)	Moins-value non réalisée (en EUR)
-25	EURO BUND FUTURE 08/03/16	Vente	EUR	3.948.000,00	-3.700,00
				Total :	-3.700,00

MW ASSET MANAGEMENT

Notes aux Etats Financiers au 31 décembre 2015 (suite)

7. Contrats de change à terme

Au 31 décembre 2015, les compartiments sont engagés dans les contrats de change à terme suivants :

MW OBLIGATIONS INTERNATIONALES

	Achat		Vente	Date de maturité	Plus/moins-value non réalisée (en EUR)
EUR	1.226.737,42	USD	1.350.000,00	31/03/16	-14.041,63
EUR	743.546,43	GBP	550.150,00	31/03/16	-1.133,18
EUR	535.994,82	CHF	580.000,00	31/03/16	1.970,24
EUR	12.722.772,28	USD	14.135.000,00	30/12/16	-135.636,26
				Total :	-148.840,83

MW ACTIONS EUROPE

	Achat		Vente	Date de maturité	Plus/moins-value non réalisée (en EUR)
EUR	703.715,88	AUD	1.070.000,00	31/03/16	-9.566,90
EUR	708.781,62	USD	780.000,00	31/03/16	-8.112,94
EUR	952.831,46	GBP	705.000,00	31/03/16	-1.452,15
EUR	988.818,04	CHF	1.070.000,00	31/03/16	3.634,76
				Total :	-15.497,23

MW RENDEMENT

	Achat		Vente	Date de maturité	Plus/moins-value non réalisée (en EUR)
EUR	104.499,85	USD	115.000,00	31/03/16	-1.196,14
EUR	231.032,25	CHF	250.000,00	31/03/16	849,24
				Total :	-346,90

La contrepartie de tous les contrats est CACEIS Bank Luxembourg.

MW ASSET MANAGEMENT

Notes aux Etats Financiers au 31 décembre 2015 (suite)

8. Options

Au 31 décembre 2015, les options suivantes sont ouvertes :

MW RENDEMENT				
Devise	Quantité	Désignation	Engagement (en EUR)	Plus/(moins)-value non réalisée (en EUR)
EUR	-10	AIR LIQUIDE PUT 96,00 - 16/12/16	40.761,47	-675,00
CHF	-43	ARYZTA N PUT 36,00 - 19/12/16	41.240,81	3.945,12
EUR	-9	BAYER PUT 92,00 - 19/12/16	22.398,98	1.566,00
EUR	-42	BOUYGUES PUT 28,00 - 19/12/16	28.443,41	378,00
EUR	-36	CARREFOUR PUT 22,00 - 16/12/16	26.097,56	-360,00
EUR	-6	DAIMLER PUT 64,00 - 19/12/16	13.244,37	-42,00
EUR	-16	DAIMLER PUT 60,00 - 19/12/16	27.193,74	2.048,00
EUR	-5	DJ EURO STOXX 50 PUT 3/000 - 19/12/16	63.755,48	-425,00
EUR	-85	ENGIE PUT 12,00 - 19/12/16	25.693,46	2.975,00
EUR	-66	FRANCE TELECOM PUT 12,00 - 19/12/16	21.838,00	1.122,00
EUR	-74	NOKIA PUT 5,60 - 19/12/16	14.301,24	-74,00
EUR	-180	NOKIA PUT 4,80 - 19/12/16	20.292,51	5.040,00
CHF	-12	NOVARTIS PUT 76,00 - 19/12/16	28.422,59	-152,70
USD	-172	PETROLEO BRASIL PUT 17,00 - 20/01/17	29.100,98	-10.893,08
EUR	-71	ROYAL DUTCH SHELL PUT 18,00 - 19/12/16	50.381,27	639,00
EUR	-17	SANOFI PUT 76,00 - 16/12/16	62.476,21	-4.760,00
EUR	-122	TELECOM ITALIA PUT 1,00 - 16/12/16	42.430,75	244,00
EUR	-70	VIVENDI PUT 18,00 - 16/12/16	68.052,32	-3.385,00
			Total :	-2.809,66

9. Mouvements de titres en portefeuille

Les détails concernant les mouvements de titres en portefeuille pour l'année se terminant le 31 décembre 2015 peuvent être obtenus, sans frais, auprès du siège de la Société et de la Société de Gestion.

10. Evénement post-clôture

L'indice de référence pour le calcul de la commission de performance du compartiment MW ACTIONS EUROPE (i.e Eurostoxx Price Eur) a été modifié le 28 janvier 2016. Le nouvel indice est l'Eurostoxx 50 net Return.

Méthode de détermination du risque global (information non auditée)

Approche par les engagements

Tous les compartiments de la Société utilisent l'approche par les engagements afin de contrôler et mesurer le risque global.