

Le fonds Netissima

Rapport Annuel 2015



1. L'environnement économique et financier 2015

En 2015, la croissance au niveau mondial a continué de présenter des divergences. Le cycle économique aux États-Unis est apparu robuste, tandis que la reprise en zone euro se poursuit mais reste modérée. Le Japon a continué d'éprouver des difficultés à supporter le relèvement de la TVA d'avril 2014, la consommation privée étant restée anémique et ayant accusée des baisses temporaires. Toutefois, en règle générale, les économies développées ont pu bénéficier de la résistance de la demande intérieure qui a été favorisée par la politique monétaire, la faiblesse des prix du pétrole (qui a chuté de près de 66% depuis la mi-2014) et des matières premières.

Les pays exportateurs de matières premières – dont d'importants pays tels que le Brésil ou la Russie – ont été marqués par des risques de récession. La Chine a continué de pâtir de surcapacités de production dans certains segments du secteur industriel, de la forte baisse de l'investissement immobilier, de la faiblesse de ses exportations et de la forte diminution de ses importations.

Dans ce contexte, la croissance du commerce mondial s'est révélée significativement moins vigoureuse que lors des années précédentes.

Compte tenu de la solidité du cycle économique aux États-Unis, la Fed a dû mettre fin à sa politique monétaire extrêmement expansionniste en fin d'année. La divergence des politiques monétaires s'était déjà accrue dès le mois de janvier 2015, date à laquelle la BCE avait revu à la hausse la taille de son programme d'achat d'actifs; cette dernière a également de nouveau assoupli sa politique monétaire en décembre. L'initiative monétaire de la BCE de janvier a conduit les indices actions de la zone euro à s'orienter à la hausse durant le 1er trimestre 2015, tandis que les actions américaines n'en ont bénéficié que de manière très limitée.

Les marchés actions européens ont également été victimes de volatilité accrue au second semestre, sous l'effet principalement d'inquiétudes quant à une sortie de la Grèce de l'UE et de la crainte d'un ralentissement non-contrôlé de la Chine provoquant temporairement une augmentation des sorties de capitaux. Cependant, à l'automne, les marchés

actions ont commencé à rebondir, avant de se replier à nouveau début décembre lorsque la BCE a déçu par la taille de son programme d'achats restée inchangée.

Le niveau des actions américaines est resté globalement stable sur l'année tandis que l'indice EuroStoxx 50 s'est apprécié de 3,8%, principalement grâce au soutien offert par la politique monétaire.

La divergence des politiques monétaires a également été à l'origine de nouvelles pressions baissières sur les rendements des emprunts d'État «core» européens (avec un point bas de 0,35% à la mi-avril 2015 pour l'OAT 10 ans).

Etats-Unis

Aux États-Unis, la reprise économique s'est poursuivie à un rythme soutenu. La croissance du PIB réel devrait s'établir à 2,5%, un rythme globalement identique à celui de 2014. Les dépenses de consommation (de l'ordre de +3%) et les revenus disponibles réels ont été les principaux moteurs de la croissance. Ils ont bénéficié de l'effondrement des prix de l'énergie, d'un marché du travail solide, avec un taux de chômage en recul à 5,0% quasiment au niveau du plein emploi.

L'activité manufacturière a subi une contraction, principalement due à l'appréciation du dollar de près de 10%. Les pressions salariales contenues et la baisse des prix des importations (en raison d'un dollar fort) se sont traduites par une accélération limitée de l'inflation sous-jacente. La baisse des prix de l'énergie a notamment contribué à maintenir une inflation globale nulle pendant la majeure partie de l'année, et ce, jusqu'à la modeste accélération de la fin 2015.

Dans ce contexte, la Fed a procédé avec prudence au premier relèvement de ses taux en neuf ans. Intervenue à l'occasion de la réunion de décembre, la hausse de 25 points de base avait été différée en septembre dernier en raison des inquiétudes liées aux tensions sur les marchés financiers et au ralentissement en Chine. Le rythme du resserrement monétaire en 2016 devrait être extrêmement graduel en fonction de la situation macroéconomique globale.

Zone euro

La croissance du PIB en zone euro devrait ressortir à 1,5% en 2015 (contre +0,9% en 2014). Le marché du travail a continué de montrer des signes d'amélioration, le taux de chômage s'établissant à 10,7% en octobre, en baisse par rapport au début de l'année. Au cours des trois premiers trimestres, l'emploi a progressé de 1,0% par rapport à la même période un an auparavant.

A la mi-2015, les crédits octroyés aux entreprises ont à nouveau commencé à augmenter, mettant fin à une période marquée par la baisse des crédits. Dopée par la faiblesse du prix du pétrole, la consommation a également aidé à stimuler l'activité.

L'Italie est sortie de la récession et les économies ibériques ont poursuivi sur la voie de la reprise. Toutefois, la menace d'un « Grexit », les inquiétudes liées à la Chine et les attaques terroristes à Paris ont constitué autant d'événements ayant contribué à entretenir une grande incertitude et à limiter les dépenses d'investissement en dépit des mesures de politique monétaire.

L'inflation globale a été en moyenne nulle sur l'ensemble de l'année liée à la faiblesse du prix du pétrole. Toutefois, l'inflation sous-jacente est elle aussi restée bien en-deçà de la norme de la stabilité des prix de la BCE. Ainsi, la BCE s'est engagée à prolonger jusqu'en mars 2017 son programme d'achats mensuels de 60 milliards d'euros d'actifs.

Marchés émergents

La croissance du PIB réel dans les pays émergents a de nouveau marqué le pas en 2015, sévèrement pénalisée par des problèmes internes et le ralentissement du commerce mondial. La perspective d'un relèvement des taux par la Fed et la vigueur du dollar américain ont accentué les sorties de capitaux et la tendance baissière de l'activité.

Dans un contexte de ralentissement de la croissance, la Chine a été contrainte d'intervenir afin de soutenir l'économie en abaissant à plusieurs reprises les taux directeurs et le ratio des réserves obligatoires, ce qui a conduit à une sensible dépréciation du yuan face au dollar (qui est tombé à son plus bas niveau depuis 2011). En conséquence, les importations de marchandises de la Chine ont reculé de près de 15% en 2015. La croissance en Chine est ainsi légèrement passée sous l'objectif de 7%.

Les pays émergents les plus exposés aux matières premières et à la Chine ont été les plus durement touchés. De plus, des problèmes propres aux différents pays, surtout de nature politique et géopolitique, ont contribué à aggraver la correction. A cet égard, le Brésil se distingue en étant tombé dans l'une des plus sévères récessions de l'histoire (baisse du PIB réel de plus de 3%) après avoir perdu son statut « Investment Grade » dans un contexte d'inflation trop élevée, de détérioration budgétaire et de crise politique (procédure de destitution de la Présidente Dilma Rousseff initiée en décembre).

Evolution des principaux indices de marché en 2015

TAUX	3 mois	2 ans	10 ans			
	USA	USA	USA	Japon	France	Allemagne
31/12/2014	0.26%	0.68%	2.17%	0.33%	0.84%	0.54%
31/12/2015	0.61%	1.06%	2.27%	0.25%	0.98%	0.63%
Variation (En point de base)	+36 bps	+38 bps	+10 bps	-8 bps	+14 bps	+9 bps

ACTIONS	Dow Jones	S&P 500	Nikkei 225	CAC 40	Dax 30	Euro Stoxx 50
31/12/2014	17 823.07	2 058.90	17 450.77	4 272.75	9 805.55	3 146.43
31/12/2015	17 425.03	2 043.94	19 033.71	4 637.06	10 743.01	3 267.52
Variation (En %)	- 2.23%	-0.73%	+9.07%	+8.53%	+9.56%	+ 3.85%

DEVICES	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY
31/12/2014	1.210	119.895	145.079
31/12/2015	1.086	120.295	130.676
Variation (En %)	-10.2%	+0.3%	-9.9%

Source : Reuters

2. Notre politique d'investissement

Encours sous gestion au 31/12/2015

261,94 millions d'euros (valeur boursière)

EVOLUTION DE L'ALLOCATION D'ACTIFS AU 31/12/2015



Dans un contexte économique complexe, notre politique de placement a été axée sur l'objectif principal de limiter la dilution du rendement du portefeuille.

L'allocation du fonds a ainsi privilégié les actifs dynamiques au premier semestre en anticipation des répercussions positives des mesures de la BCE sur la revalorisation des actions. La poche action a ainsi augmenté au cours de l'année. Compte tenu de la forte volatilité du second semestre, nous préservons une gestion active de cette poche mais ne souhaitons pas pour le moment augmenter sa proportion.

Par ailleurs, plusieurs investissements immobiliers ont été réalisés afin de conserver

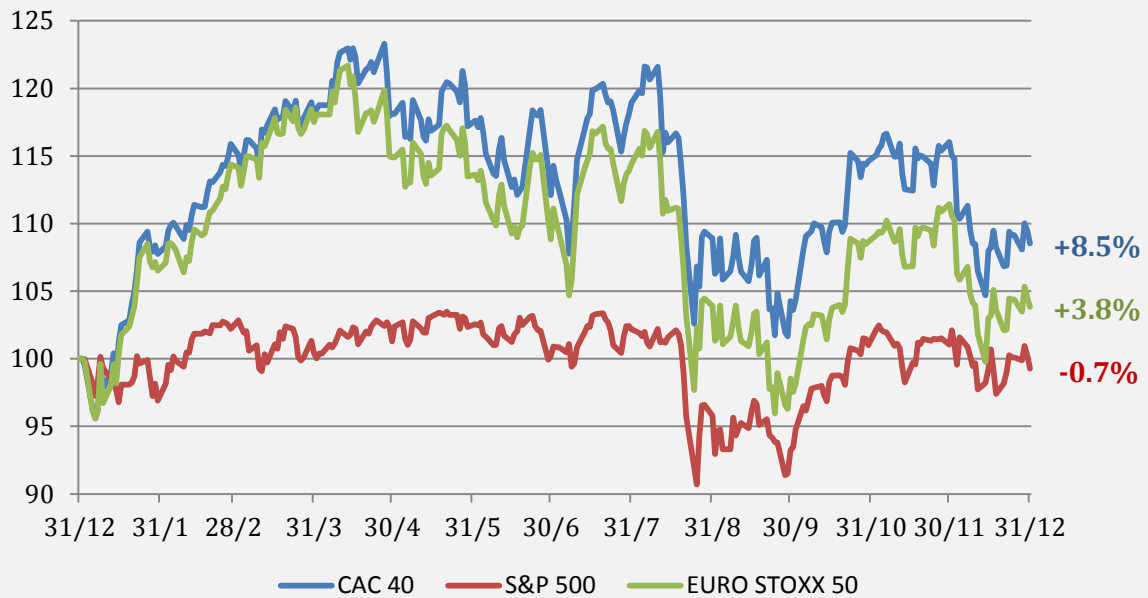
l'allocation du fonds et de bénéficier du rendement intéressant qu'apporte cette classe d'actifs.

Enfin, le marché obligataire fait état de taux durablement bas en zone Euro. Ainsi, l'enjeu a été de satisfaire les critères de rendement tout en préservant la bonne qualité de crédit du portefeuille. Pour ce faire, nous avons investi les flux du portefeuille sur des obligations d'entreprises privées. Parallèlement, nous avons développé la diversification de la poche obligataire au travers de prêts aux entreprises.

Le niveau de trésorerie, en hausse, nous permet d'être réactifs quant aux opportunités d'investissement.

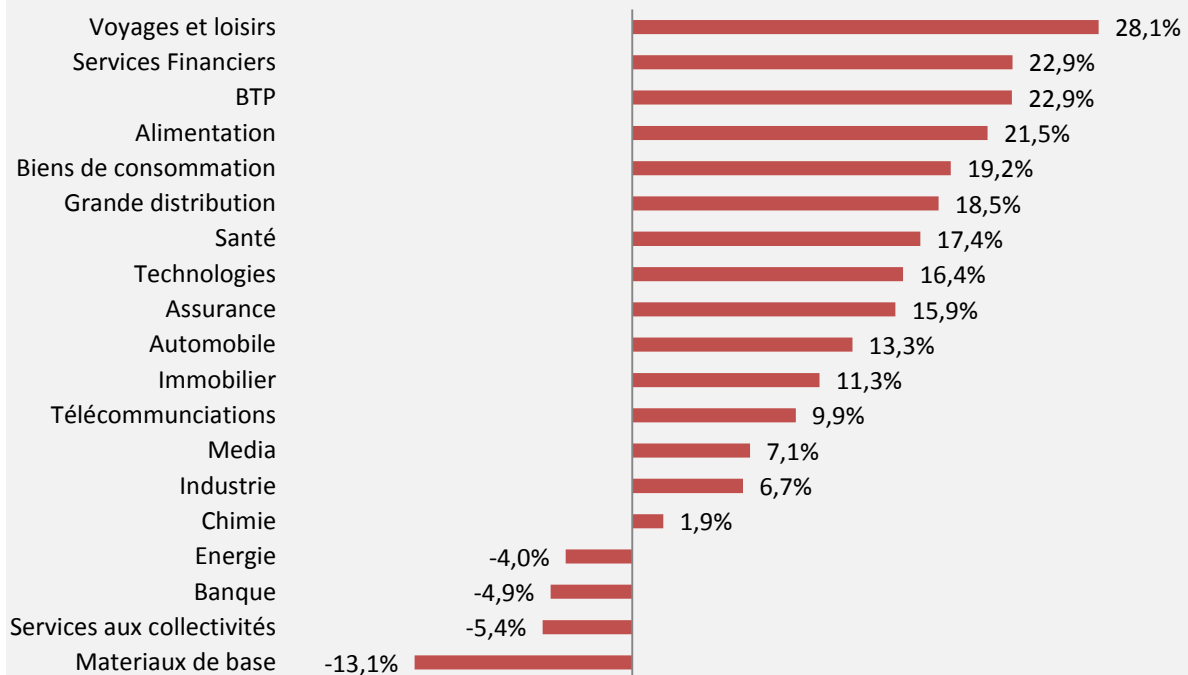
- La politique de gestion actions

EVOLUTION DES MARCHÉS ACTIONS EN 2015



Sur une base 100 au 31 décembre 2014

EVOLUTION SECTORIELLE DE L'INDICE EURO STOXX 600



RAPPORT ANNUEL : 31 décembre 2015

Dans un contexte de forte hausse des marchés actions européens sur 2015, portés par l'impact positif du Quantitative Easing de la BCE, la part des actions dans le fonds a progressé, passant de 4,7% fin 2014 à 6,3% au 31 décembre 2015.

Nos investissements de l'année ont principalement eu lieu au cours des quatre premiers mois, dans un marché haussier, et ont concerné des secteurs porteurs tels que le domaine de la santé qui a bénéficié de l'appréciation du dollar, le marché

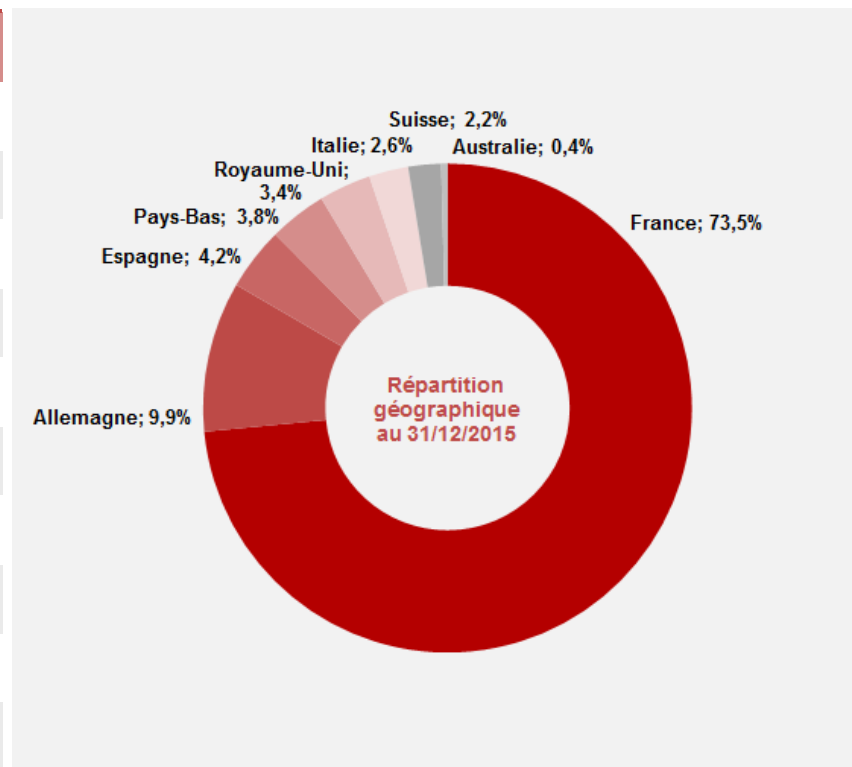
bancaire qui délivre des rendements élevés ou encore le secteur des télécommunications, dont les valorisations se sont appréciées à la suite de mouvements de fusions entre opérateurs.

Nous avons par la suite bénéficié des niveaux de marché attractifs pour alléger notre exposition aux secteurs industriels, des matériaux de base ou encore des biens de consommation discrétionnaires. Nous avons également réalisé des plus-values en cédant nos titres acquis lors d'opérations d'introductions en bourse.

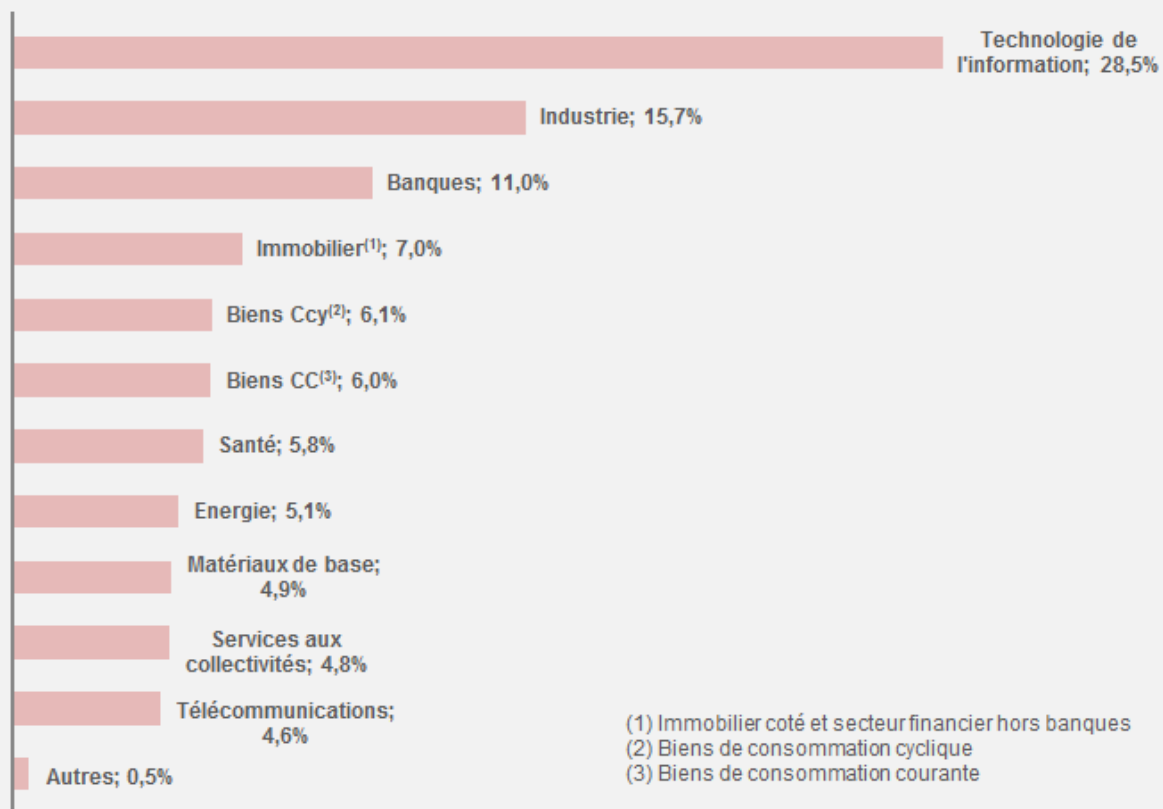
Répartition du portefeuille d'actions gérées en direct au 31/12/2015

Premières lignes actions

ACTIONS
WORLDLINE
BUREAU VERITAS
BNP PARIBAS
VEOLIA ENVIRONNEMENT
SOCIETE GENERALE
SABMILLER
AXA
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA
ALLIANZ
SANOFI

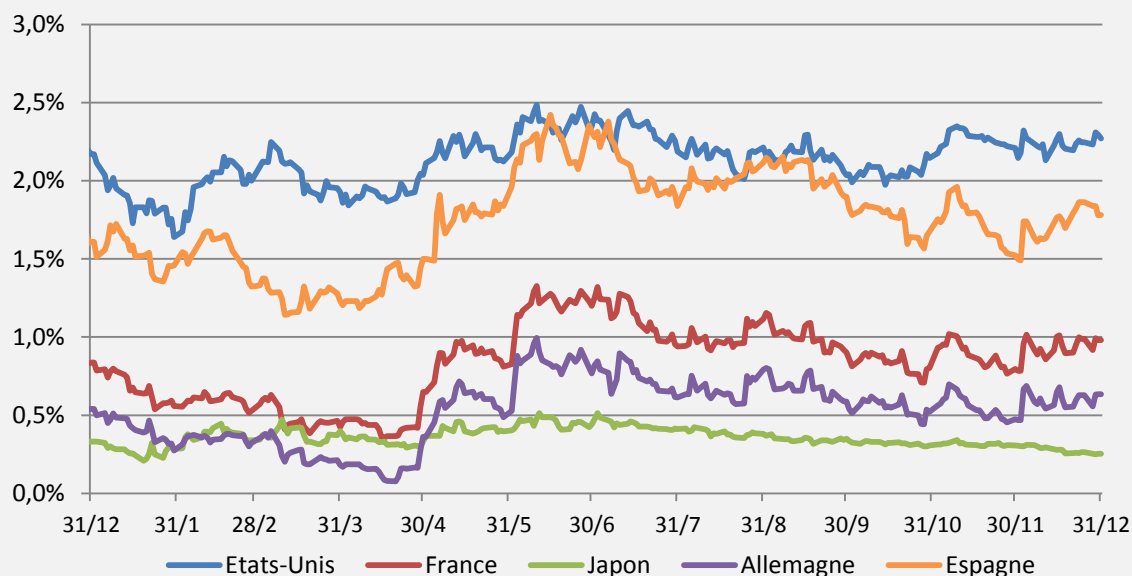


RÉPARTITION SECTORIELLE AU 31/12/2015



- La politique de gestion obligataire

LES MARCHES OBLIGATAIRES (TAUX 10 ANS) EN 2015



Dans un environnement de taux historiquement bas sur les obligations souveraines de la zone euro, l'année 2015 a été marquée par la poursuite de la diversification du portefeuille obligataire, tout en se positionnant majoritairement sur des émetteurs de bonne qualité de signature.

Nous avons ainsi principalement privilégié les obligations d'entreprises, publiques et privées, et plus spécialement les entreprises financières qui offrent des taux de rendement attractifs dans un

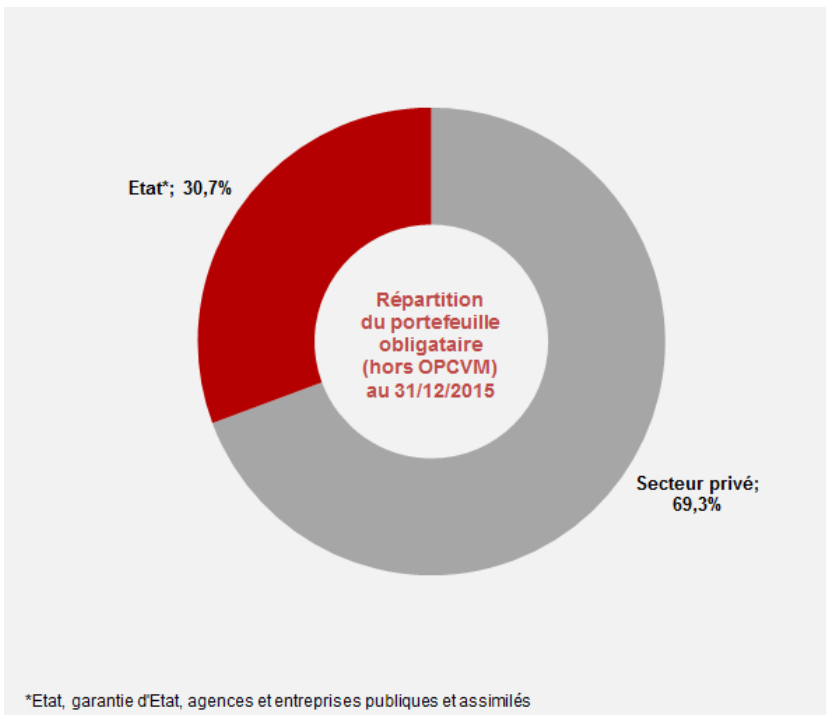
contexte d'assainissement du secteur (réduction du bilan, baisse du coût du risque, renforcement de la solvabilité).

La diversification obligataire représente 2% de la poche obligataire totale au 31 décembre 2015. Dans le cadre de cette politique de diversification, nous nous tournons vers des zones géographiques jugées économiquement prometteuses, notamment les Etats-Unis.

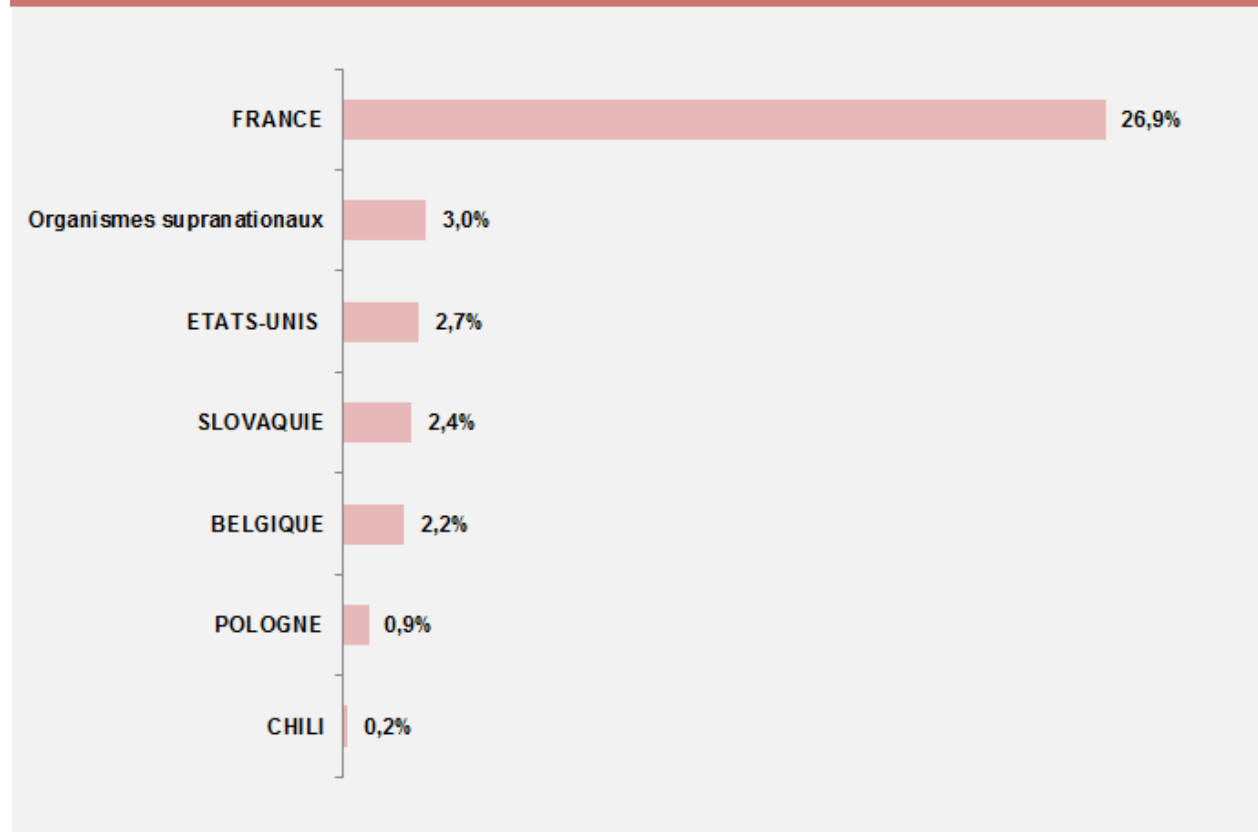
Le montant total de nos investissements nets sur l'année, s'élève à 27 millions d'euros.

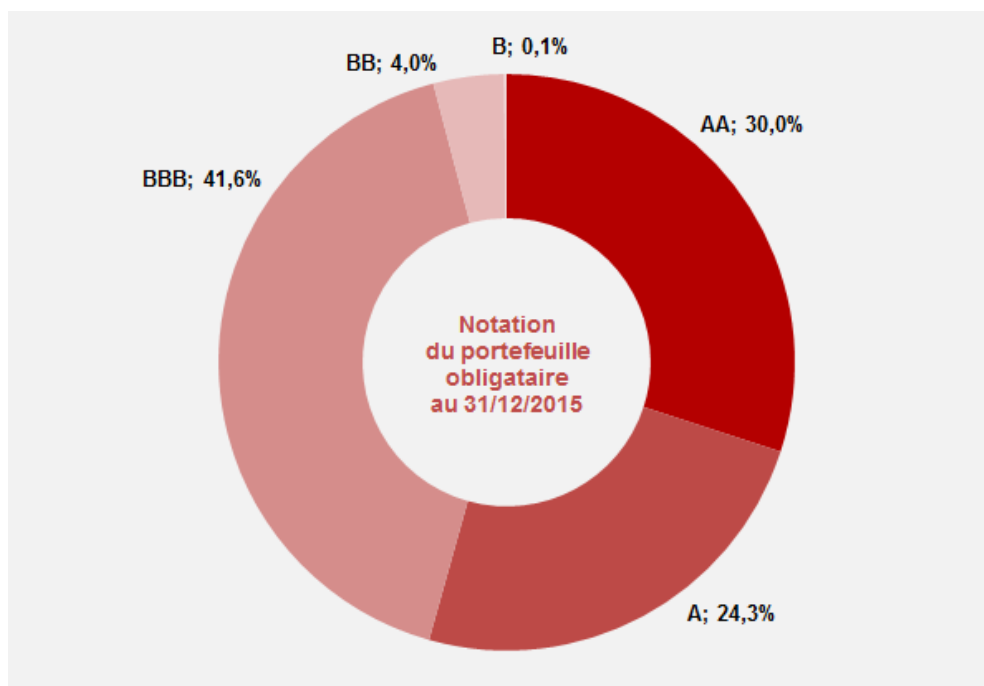
Les principales lignes du portefeuille obligataire (hors OPCVM) au 31/12/2015

OBLIGATIONS
FRANCE O.A.T. 3,75 10/25/19
FRANCE O.A.T. 3,25 10/25/21
ALSTOM S 3,875 03/02/16
BTPS 7,25 11/01/26
CIE FIN FONCIER 2.77 05/23/33
UNEDIC 2,25 04/05/23
JPMORGAN CHASE 2,875 05/24/28
EFSF 1,875 05/23/23
RCI BANQUE 4 03/16/16
PUMA INTL FIN 6,75 02/01/21

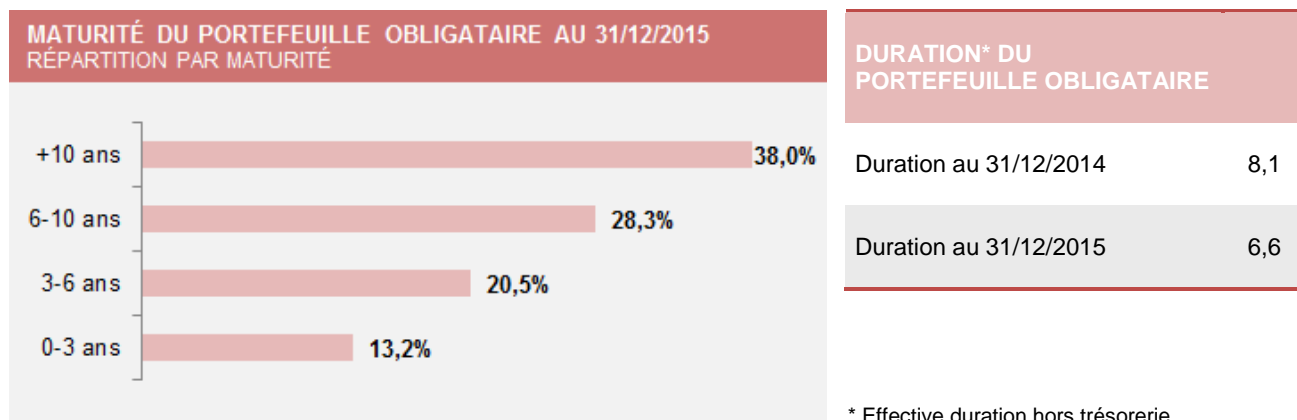


RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS D'ÉTATS ET DES GARANTIES D'ÉTAT (HORS OPCVM TAUX ET DÉRIVÉS) EN % DU TOTAL D'ACTIFS





La notation moyenne du portefeuille ressort à **BBB**



Investissement socialement responsable

Après avoir mis en place dès 2006, pour la totalité de sa gestion d'actifs financiers à l'échelle mondiale, un filtre éthique excluant les titres de sociétés impliquées dans des atteintes aux droits de l'homme ou dans des pollutions environnementales significatives, le Groupe Generali s'est également engagé dans une démarche en Investissement Socialement Responsable (ISR) en se dotant d'une méthodologie rigoureuse de sélection des actifs financiers.

Cette approche est faite en amont de l'analyse financière fondamentale et intègre les critères Environnement / Social / Gouvernance (ESG). Elle vise à recenser toutes les sociétés qui respectent ces critères et qui mettent en place les développements nécessaires à l'ISR, prouvant ainsi leur solidité et leur capacité à créer de la richesse. Les enjeux ESG différant selon les activités, le choix des critères et leur pondération est adapté à chaque secteur économique. La sélection des titres par la gestion est ensuite faite sur la base d'un univers d'investissement restreint par ces filtres éthiques et ESG.

Pour résumer, cette méthodologie nous permet d'examiner et d'intégrer à nos décisions d'investissements un ensemble de critères extra-financiers pouvant avoir un impact à moyen et long terme sur la performance économique et financière de nos actifs.

À ce jour, près de 67% de l'encours actions en direct et 57% de celui des obligations d'entreprises est suivi et analysé à l'aune des 34 critères extra-financiers retenus comme pertinents pour chacun

des 27 secteurs d'activités. Sur cette base de titres, 86% des actions et 84% des obligations d'entreprises reçoivent une notation supérieure à la moyenne de leur secteur et sont conformes à notre politique de sélection ISR.

Les obligations d'Etats européennes sont également couvertes par une analyse ESG avec l'aide de l'agence de notation extra-financière Sustainalytics. Ainsi, 60% des obligations d'Etats sont suivies et analysées et parmi elles, 100% sont considérées comme conformes à la démarche d'Investissement Socialement Responsable du Groupe.

Au total, près de 55% de tous les titres en portefeuille sont couverts par l'analyse ISR et 88% de ces titres sont conformes à la démarche d'Investissement Socialement Responsable du Groupe.

Notation

Une société dont le score global est inférieur à la moyenne de son secteur d'activité ne peut être intégrée dans le portefeuille. Une analyse complémentaire réalisée à l'appui d'échanges avec l'entreprise concernée peut toutefois être menée sur les points soulevés par l'analyse primaire, justifiant son maintien en portefeuille s'il en ressort une démarche d'amélioration. In fine, notre objectif est de faire progresser de manière continue le pourcentage de valeurs conformes à notre politique de sélection ISR au sein de ce portefeuille.

Score des 10 premières lignes actions couvertes			
Société	Secteur	Score global de la société	Score global moyen du secteur
Bureau Veritas	Business Services	55.2%	46.4%
BNP Paribas SA	Banks	47.5%	49.2%
Veolia	Utilities	52.8%	51.1%
Societe Generale SA	Banks	48.1%	49.2%
Sabmiller	Beverage & Food Products	51.4%	45.7%
Axa SA	Insurance	62.8%	33.9%
Banco Bilbao	Commercial Banks	56.3%	49.2%
Allianz SE	Insurance	56.9%	33.9%
Sanofi	Healthcare	53.6%	50.7%
Danone	Beverage & Food Products	60.2%	45.7%

Score des 10 premières lignes obligations d'entreprise couvertes			
Société	Secteur	Score global de la société	Score global moyen du secteur
Alstom SA	Capital Goods	51.2%	45.9%
Orange SA	Telecommunication Services	66.2%	63.0%
Renault SA	Automobiles & Auto Components	63.0%	60.2%
Bhp Billiton	Metals & Mining	55.0%	46.7%
Veolia	Utilities	52.8%	51.1%
Klepierre	Real Estate	67.3%	54.7%
Koninklijke Kpn	Telecommunication Services	65.7%	63.0%
Saint-Gobain	Construction & Engineering	58.0%	56.8%
Heineken	Beverage & Food Products	63.7%	45.7%
Vinci	Construction & Engineering	64.0%	56.8%

- La politique d'investissement immobilière

Données marché

Investissement

Le marché de l'investissement en immobilier non-résidentiel reste très satisfaisant en 2015 et atteint 25 milliards d'euros, soit une baisse de 3% par rapport à l'année précédente. Le marché a été porté par des opérations de grande taille (entre 100 et 200 millions d'euros) mais également de très grande taille (supérieures à 200 millions d'euros), ces marchés représentant plus de la moitié des volumes investis sur l'année. La concurrence et les liquidités à placer dans l'immobilier étant toujours très importantes, la pression à la baisse des taux de rendement à l'acquisition se poursuit.

Afin de satisfaire nos critères de rentabilité, notre politique d'investissement immobilière s'axe notamment sur une diversification géographique du patrimoine via des investissements en Europe et en Asie. Nos investissements portent également sur des projets de développement à fort potentiel de création de valeur afin de préserver une richesse à long terme de nos portefeuilles immobiliers.

Activité locative

Concernant le marché locatif du bureau, l'année 2015 se trouve être meilleure que l'année précédente avec environ 2,12 millions de mètres carrés loués en Ile-de-France.

Ce chiffre, bien plus important que celui attendu en début d'année, est tiré par les transactions à Paris en augmentation de 10% par rapport à 2014. Il reste cependant en deçà de la moyenne à 10 ans, s'élevant à 2,31 millions de mètres carrés.

Cette conjoncture est favorable pour nos portefeuilles immobiliers majoritairement exposés au marché des bureaux Paris et Ile-de-France. Notre objectif principal porte sur la valorisation de notre patrimoine en pérennisant nos locataires.

Constitution du portefeuille

En 2015, ce portefeuille s'est fortement diversifié tant géographiquement que par la nature de ses actifs. En effet, 15 M€ ont été investis dans un portefeuille de 17 commerces en pied d'immeuble localisés dans Paris.

Ainsi, à fin 2015, les commerces représentent 23% du patrimoine. Les actifs de bureau et la logistique représentent respectivement 53% et 24%.

Les investissements sont en ligne avec la stratégie de diversification du portefeuille et assure donc une mutualisation des risques et un rendement récurrent pérenne sur le long terme.

