

FIC de derecho francés

LAZARD CREDIT FI

INFORME ANUAL

29 de marzo de 2019

Sociedad de gestión: Lazard Frères Gestion

SAS Depositario: Caceis bank

Auditor: Deloitte & Associés

Lazard Frères Gestion SAS - 25 rue de Courcelles - 75008 - París (Francia)

ÍNDICE

1. Características del OIC	3
2. Cambios relativos al OIC	9
3. Informe de gestión	10
4. Información reglamentaria	19
5. Certificación del Auditor de Cuentas	25
6. Cuentas del ejercicio	30

1. CARACTERÍSTICAS DEL FIC

- **FORMA JURÍDICA**

Fondo de Inversión Colectiva de derecho francés.

- **MODALIDADES DE ATRIBUCIÓN DE LAS CANTIDADES DISTRIBUIBLES**

Las cantidades distribuibles están compuestas por:

1) el resultado neto más el remanente más/menos el saldo de la cuenta de periodificación de los ingresos. El resultado neto del ejercicio es igual al importe de los intereses, intereses de demora, dividendos, primas y premios, primas de asistencia así como cualquier ingreso relativo a los títulos que componen la cartera del fondo, más los ingresos de las cantidades temporalmente disponibles, menos los gastos de gestión y los costes de los préstamos.

2) las plusvalías realizadas, netas de gastos, menos las minusvalías realizadas, netas de gastos, registradas durante el ejercicio, más las plusvalías netas de la misma naturaleza registradas en ejercicios anteriores que no hayan sido objeto de distribución o capitalización más/menos el saldo de la cuenta de periodificación de las plusvalías.

Las cantidades indicadas en los apartados 1.º y 2.º podrán capitalizarse, distribuirse y/o trasladarse a cuenta nueva, total o parcialmente, con independencia la una de la otra.

Participaciones IVC, IC, IC USD, RC, TC e IC H-CHF: Las cantidades distribuibles se capitalizan íntegramente excepto las que deban distribuirse por obligación legal.

Participaciones IVD, RD e ID: Las cantidades distribuibles son iguales al resultado neto definido anteriormente, al que se suma o resta el saldo de la cuenta de periodificación de las rentas de la categoría de las participaciones IVD, RD e ID correspondientes al ejercicio cerrado y del remanente. El resultado neto se distribuye íntegramente y la sociedad de gestión decide cada año cómo asignar las plusvalías netas realizadas.

- **OBJETIVO DE GESTIÓN**

- **Objetivo de gestión de las participaciones IVC, RC, RD, IC, TC, ID e IVD:**

El objetivo de gestión es obtener, en un plazo mínimo de tres años, una rentabilidad neta de gastos superior a la del Índice Eonia +2,70% para las participaciones IVC e IVD, Eonia +2,30% para las participaciones IC, TC e ID, Eonia +2% para las participaciones RC y RD.

- **Objetivo de gestión de la participación IC USD:**

El objetivo de gestión es obtener, en un plazo mínimo de inversión recomendado de tres años, una rentabilidad neta de gastos superior a la del índice ICE Libor USD Overnight, con el dólar USA como moneda de referencia.

- **Objetivo de gestión de la participación IC H-CHF:**

El objetivo de gestión es obtener, en un plazo mínimo de inversión recomendado de tres años, una rentabilidad neta de gastos superior a la del índice Dépôt Overnight CHF, con el Franco suizo como moneda de referencia.

- **INDICADOR DE REFERENCIA**

El Índice **EONIA** capitalizado (EURO OVERNIGHT INDEX AVERAGE) corresponde al índice medio de los tipos de la zona Euro a un día. Lo calcula el Banco Central Europeo (BCE) y representa el tipo sin riesgo de la zona Euro (código Bloomberg: EONIA Index).

El índice **ICE Libor USD Overnight** es el tipo interbancario medio utilizado por una selección de bancos con sede en Londres que se otorgan préstamos sin garantías en dólares estadounidenses. El Libor en dólares estadounidenses (Libor USD) está disponible en quince versiones diferentes según la duración del préstamo: desde el tipo a un día para los préstamos de 24 horas hasta 12 meses.

(código Bloomberg: US000/N Index).

El índice **Dépôt Overnight CHF:**

El **tipo de interés LIBOR (CHF) Overnight** es el tipo de interés medio al que una selección de bancos con

sede en Londres desea otorgarse préstamos en francos suizos con un vencimiento de 1 día. Los bancos utilizan los tipos LIBOR como base para determinar sus intereses de ahorro, intereses hipotecarios e intereses de préstamos.

(código Bloomberg: SFDR1T CMPN Curncy).

- **ESTRATEGIA DE INVERSIÓN**

1. **Estrategias utilizadas**

El objetivo de gestión es obtener, en un plazo mínimo de inversión recomendado de tres años, una rentabilidad neta de gastos superior a la del índice de referencia:

- > Eonia +2,70% para las participaciones IVC e IVD,
- > Eonia +2,30% para las participaciones IC, TC e ID,
- > Eonia +2% para las participaciones RC y RD,
- > ICE Libor USD Overnight para la participación IC USD con el dólar USA como moneda de referencia
- > Dépôt Overnight CHF con el franco suizo como moneda de referencia para la participación IC H-CHF.

Para alcanzar ese objetivo de gestión, la estrategia se basa en una gestión activa de la cartera que se invierte fundamentalmente en títulos de deuda subordinada (un tipo de deuda más arriesgado que la deuda senior o garantizada), o cualquier título no considerado como acciones ordinarias, emitidos por entidades financieras. El proceso de gestión combina un enfoque Top-down (enfoque de asignación estratégica y geográfica que tiene en cuenta el entorno macroeconómico y sectorial) y Bottom-up (enfoque de selección de soportes de inversión sobre una base fundamental tras un análisis de la calidad del crédito de los emisores y las características de los títulos), lo cual permite integrar el contexto regulador en el cual se inscribe esta clase de activo. La sensibilidad a los tipos se gestiona en un rango del 0 al 8. El FIC solo invierte en obligaciones o títulos de emisores cuyo domicilio social se sitúe en un país miembro de la OCDE y/o en emisiones o títulos cotizados en una bolsa de uno de estos países. El FIC solo invierte en obligaciones negociadas en euros, dólares estadounidenses o libras esterlinas.

Para construir su cartera, el gestor procede a su propio análisis de obligaciones o títulos no considerados como acciones ordinarias. También se basa en las calificaciones de las agencias de calificación sin tener en cuenta exclusiva y mecánicamente las mismas.

El FIC podrá invertir en cualquier tipo de emisor cuyo domicilio social se sitúe en un país miembro de la OCDE y/o en emisiones o títulos cotizados en una bolsa de uno de estos países No podrá invertir en obligaciones emitidas en países de la lista negra de GAFI.

El Grupo de Acción Financiera (GAFI) es una institución intergubernamental cuyo objetivo es desarrollar y promover políticas contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo tanto a escala nacional como internacional.

El cuadro siguiente muestra los datos relativos al rango de sensibilidad dentro del cual se gestiona el Fondo:

Rango de sensibilidad a los tipos de interés dentro del cual se gestiona el FIC	Zona geográfica de los emisores de los títulos o subyacentes de los productos de titulización	Rango de exposición correspondiente a esa zona
0 a 8	Zona OCDE	100%

Finalmente, el FIC solo podrá invertir en obligaciones negociadas en euros, dólares estadounidenses o libras esterlinas.

2. **Activos (excluidos los derivados integrados)**

Acciones:

Acciones ordinarias (máximo 10% del patrimonio neto) procedentes de una conversión o un canje de deudas por acciones a iniciativa del emisor. El FIC no invertirá activamente en acciones, pero sí podrá conservarlas para permitir al gestor la cesión de las acciones recibidas con la mayor brevedad dependiendo de las condiciones de mercado y para optimizar la cotización de salida para los portadores.

Títulos de deuda e instrumentos del mercado monetario:

Para construir su cartera, el gestor procede a su propio análisis de obligaciones o títulos no considerados como acciones ordinarias. También se basa en las calificaciones de las agencias de calificación sin tener en cuenta exclusiva y mecánicamente las mismas.

Hasta un máximo del 100% del patrimonio neto en obligaciones o títulos, no considerados como acciones ordinarias, emitidos por emisores de la categoría de inversión o equivalente según el análisis de la sociedad

gestora, con una calificación mínima BBB- de Standard & Poor's o su equivalente según el análisis de la sociedad gestora, así como un límite máximo del 20% del patrimonio neto en obligaciones o títulos emitidos por emisores de la categoría especulativa/High Yield según el análisis de la sociedad gestora, o con una calificación por debajo de BBB- de Standard & Poor's o equivalente según el análisis de la sociedad gestora, o sin calificación de una agencia de calificación. Las emisiones o títulos especulativos/High Yield no podrán superar el 50% del patrimonio neto del FIC. Hasta un máximo del 30% del patrimonio neto en bonos convertibles y bonos convertibles contingentes («CoCos»). El FIC podrá invertir hasta el 30% de su patrimonio neto en CoCos Un bono contingente convertible es un título de deuda subordinada que, en caso de ocurrencia de determinados elementos desencadenantes denominados «Trigger» (por ejemplo, cuando el ratio de fondos propios del emisor cae por debajo de porcentaje determinado), puede convertirse en acciones de la sociedad emisora o cuando el valor nominal del título puede disminuirse parcial o totalmente.

Hasta un máximo de 75% en bonos o títulos, no considerados como acciones ordinarias, negociados en dólares estadounidenses o libras esterlinas. El riesgo de cambio estará cubierto de modo que la exposición de cambio no supere el 10% del patrimonio.

OICVM:

OICVM monetarios, monetarios a corto plazo o de renta fija de derecho francés o europeo hasta un máximo del 10%, si a su vez invierten menos del 10% de su patrimonio en otros OIC.

Los OICVM pueden estar gestionados por la sociedad gestora.

3. Instrumentos derivados

• Tipo de mercados de intervención:

- regulados
- organizados
- de contratación directa

• Riesgos en los que desea intervenir el gestor:

- acción
- tipos
- divisas
- crédito
- otros riesgos

• Tipo de intervenciones, todas las operaciones debiendo limitarse a la realización del objetivo de gestión:

- cobertura
- exposición
- arbitraje
- otras

• Tipo de instrumentos utilizados:

futuros:

- sobre acciones e índices de acciones
- sobre tipos: riesgo de tipos
- de cambio

opciones:

- sobre acciones e índices de acciones
- sobre tipos: riesgo de tipos y de volatilidad de tipos
- de cambio: únicamente en los mercados organizados

swaps:

- swaps de acciones
- swaps de tipos: transformación de remuneración a tipo fijo en remuneración a tipo variable y viceversa
- swaps de cambio

contratos a plazo sobre divisas

Derivados de crédito (los CDS están limitados al 40% del patrimonio)

• Estrategia de utilización de los derivados para alcanzar el objetivo de gestión:

- cobertura parcial o general de la cartera, de ciertos riesgos, títulos
- reconstitución de una exposición sintéticas a activos, a riesgos
- aumento de la exposición al mercado sin apalancamiento

- máximo autorizado y perseguido
- otra estrategia

4. Títulos que incorporan derivados

El gerente podrá invertir en valores que incorporan los derivados siguientes hasta un máximo de 100% del patrimonio neto: productos estructurados, deudas subordinadas, bonos putable y callable, bonos convertibles y bonos convertibles contingentes (estos últimos hasta un máximo del 30% del patrimonio neto).

5. Depósitos:

Pueden utilizarse operaciones de depósito en la gestión del fondo con un límite del 10% del patrimonio.

6. Empréstitos monetarios:

El fondo puede recurrir a empréstitos de dinero para su funcionamiento con un límite del 10% de su patrimonio, a fines de satisfacer a una necesidad puntual de liquidez.

7. Operaciones de adquisición y cesión temporal de títulos:

Ninguna.

8. Información sobre las garantías financieras:

En el marco de operaciones con derivados negociados en régimen de contratación directa, y de acuerdo con la posición AMF 2013-06, el Fondo puede recibir, en concepto de garantía, tanto títulos (como, en particular, bonos o títulos emitidos o garantizados por un Estado o emitidos por organismos de financiación internacional, y obligaciones o títulos emitidos por emisores privados) de buena calidad como efectivo.

Las garantías recibidas en efectivo se reinvierten conforme a las reglas aplicables.

Todos estos activos deben ser de emisores de alta calidad, líquidos, poco volátiles, diversificados y no ser de una entidad de la contraparte o de su grupo.

Podrá aplicarse un descuento a la garantía recibida, teniendo en cuenta en particular la calidad crediticia y la volatilidad del precio de los valores.

• PERFIL DE RIESGO

Su dinero se invertirá principalmente en instrumentos financieros seleccionados por la sociedad gestora que están sujetos a las variaciones e incertidumbres de los mercados.

Riesgo de pérdida de capital: Riesgo de que el capital invertido no se restituya en su totalidad, ya que el Fondo no se beneficia de ninguna garantía ni protección del capital. Los inversores quedan informados de que no se asegura que recuperen el capital inicialmente invertido.

Riesgo de tipos: Riesgo de caída del valor de los activos, y por lo tanto de la cartera, causada por una variación de los tipos de interés. Dados los límites del rango de sensibilidad, este componente de la cartera podrá perder valor, bien en caso de subida de los tipos si la sensibilidad de la cartera es positiva, bien en caso de caída de los tipos si dicha sensibilidad es negativa.

Riesgo de crédito: El riesgo de crédito es el riesgo de que el prestatario no reembolse su deuda o no pueda pagar los cupones durante la vida del título. Riesgo de una caída del valor de los activos, y por lo tanto de la cartera, causada por una variación de la calidad crediticia de los emisores o por la variación de los diferenciales de crédito. Debido a los límites del rango de sensibilidad del crédito, el valor de este componente de la cartera puede bajar, tanto en caso de subida de los diferenciales, si la sensibilidad de la cartera es positiva, como en caso de bajada de los diferenciales, si la sensibilidad de la cartera es negativa.

Riesgo de títulos contingentes o subordinados: El Fondo puede estar expuesto a riesgos de títulos contingentes o subordinados. Las deudas subordinadas y las obligaciones convertibles contingentes están sujetas a riesgos específicos de impago de cupones y de pérdida de capital en determinadas circunstancias. A partir de un determinado umbral de solvencia, denominado «trigger», el emisor puede o debe suspender el pago de sus cupones y/o reducir el nominal del título o convertir esas obligaciones en acciones. Sin perjuicio de los umbrales definidos en los folletos informativos de las emisiones, las autoridades financieras tienen la posibilidad de aplicar de modo preventivo dichas normas cuando las circunstancias lo exijan en función de un umbral subjetivo denominado «punto de inviabilidad». Estos valores exponen a los titulares a una pérdida total o parcial de sus inversiones como consecuencia de su conversión en acciones a un precio predeterminado o a la aplicación de un descuento previsto contractualmente en los términos del folleto de emisión, o aplicado de forma arbitraria por una autoridad de tutela. Estos valores exponen también a sus

titulares a fluctuaciones potencialmente importantes de precios en caso de situación de insuficiencia de fondos propios o de dificultades del emisor.

Riesgo de cambio: El Fondo puede invertir en títulos y OIC a su vez autorizados para adquirir valores denominados en divisas extranjeras que no formen parte de la zona euro. El valor de esos activos puede descender en función de la evolución de los tipos de cambio.

Riesgo de liquidez: Representa el riesgo de que un mercado financiero, cuando los volúmenes de cambio son bajos o cuando existen tensiones en los mercados, solo pueda absorber los volúmenes de ventas (o compras) haciendo bajar (o subir) significativamente el precio de los activos, con la consiguiente caída eventual de valor liquidativo del FIC.

Riesgo de renta variable: El inversor se expone al riesgo de renta variable. Efectivamente, la variación del precio de las acciones puede tener una incidencia negativa en el valor liquidativo del fondo. En periodos de baja del mercado de renta variable, el valor liquidativo disminuirá.

Riesgo de contraparte: El riesgo de contraparte es el riesgo asociado a la utilización de productos de contratación directa. El FCI está expuesto al riesgo de impago o incumplimiento de la entrega por la contraparte con la que se celebre la operación. Ese riesgo puede materializarse en un descenso del valor liquidativo del FIC.

Riesgo relacionado con las intervenciones en los mercados de futuros: La utilización de instrumentos derivados puede exponer a una variación al alza o la baja de un valor liquidativo del FIC.

Garantía o protección

Ninguna.

• SUSCRIPTORES INTERESADOS Y PERFIL DEL INVERSOR TIPO

Participación IVC: Todo tipo de inversores; especialmente destinada a ser distribuida directamente por la sociedad gestora entre la clientela privada

Participación RC: Todo tipo de inversores; especialmente destinada a ser distribuida directamente por colaboradores de la sociedad gestora o por sociedades gestoras terceras.

Participación IC: Reservada a los inversores institucionales

Participación IC USD: Todo tipo de inversores

Participación IVD: Todo tipo de inversores

Participación IC H-CHF: Todo tipo de inversores

Participación RD: Todo tipo de inversores; especialmente destinada a ser distribuida directamente por colaboradores de la sociedad gestora o por sociedades gestoras terceras.

Participación ID: Reservada a los inversores institucionales

Participación TC:

- Sin importe mínimo de suscripción (i) para los OIC gestionados por la Sociedad Gestora o (ii) por la Sociedad Gestora por su propia cuenta;
- Sin importe mínimo de suscripción (i) para los inversores sujetos a la Directiva IFID II (única y exclusivamente en el contexto de su actividad de asesoramiento independiente o de prestación de un servicio de gestión de cartera por cuenta de terceros) o (ii) para inversores cuya actividad no recibe retrocesiones en países extranjeros no sujetos a esta directiva, con el acuerdo previo de la Sociedad Gestora;
- Con un importe mínimo de suscripción inicial de 500.000 € para los demás inversores.

Este FIC se dirige a los suscriptores conscientes de los riesgos asociados a las inversiones en los mercados de crédito internacionales.

Se recomienda encarecidamente a los inversores que diversifiquen suficientemente sus inversiones a fin de no quedar expuestos a los riesgos exclusivos de este fondo.

información relativa a los inversores estadounidenses:

El FIC no está registrado en Estados Unidos como vehículo de inversión, y sus participaciones no están ni estarán registradas en el sentido de la *Securities Act* de 1933, por lo que no se pueden ofrecer ni vender en Estados Unidos a *Restricted Persons*, como se definen a continuación.

Se considera *Restricted Person* a (i) cualquier persona física o jurídica situada en el territorio de Estados Unidos (incluidos los residentes estadounidenses), (ii) cualquier sociedad o cualquier otra entidad sometida a la legislación de Estados Unidos o de uno de sus estados, (iii) todo el personal militar de Estados Unidos y

todo el personal vinculado a una agencia del gobierno estadounidense situado fuera del territorio de Estados Unidos, y (iv) cualquier otra persona a la que se considere *U.S. Person* en el sentido de la Regulación S derivada de la Securities Act de 1933, modificada.

FATCA:

En virtud de las disposiciones del *Foreign Account Tax Compliance Act* («FATCA») aplicables a partir del 1 de julio de 2014, cuando el FIC invierte directa o indirectamente en activos estadounidenses, se puede practicar una retención fiscal del 30% sobre los capitales e ingresos generados por dichas inversiones.

Para evitar el pago de dicha retención, Francia y los Estados Unidos han firmado un acuerdo intergubernamental con arreglo al cual las instituciones financieras no estadounidenses (*foreign financial institutions*) se comprometen a establecer un procedimiento de identificación de los inversores directos o indirectos que tengan la condición de contribuyentes estadounidenses y a transmitir determinada información acerca de dichos inversores a la administración tributaria francesa, que la comunicará a su vez a la autoridad tributaria estadounidense (*Internal Revenue Service*).

El FIC, como *foreign financial institution*, se compromete a acatar la FATCA y a tomar cualquier medida derivada del mencionado acuerdo intergubernamental.

El importe que es razonable invertir en este FIC depende de la situación personal del inversor. Para determinarlo, deberá tener en cuenta su patrimonio personal, sus necesidades actuales y el horizonte de inversión recomendado, así como su capacidad para asumir riesgos o, al contrario, su deseo de priorizar una inversión prudente.

Plazo de inversión recomendado: Al menos 3 años.

2. CAMBIOS RELATIVOS AL OIC

El Presidente de la sociedad gestora Lazard Frères Gestion S.A.S. decidió, con relación al **FIC LAZARD CREDIT FI** (código ISIN: FR0010590950), autorizar la inversión en títulos que incorporan derivados hasta un máximo del 100% del patrimonio neto.

- **Fecha de efecto: 11 de mayo de 2018**

El Presidente de la sociedad gestora Lazard Frères Gestion S.A.S. decidió, con relación al **FIC LAZARD CREDIT FI** (código ISIN: FR0010590950), modificar la redacción del DFI integrando dos párrafos sobre los bonos contingentes convertibles.

- **Fecha de efecto: 20 de agosto de 2018**

3. INFORME DE GESTIÓN

RENDIMIENTO

El rendimiento del OIC durante el periodo es el siguiente: **-0,93%** (Lazard Credit Fi - participación IVC).

Rendimientos pasados no garantizan resultados futuros de la OIC y no son constantes en el tiempo.

El rendimiento del índice durante el periodo es el siguiente: **+2,36%** (EONIA + 2,70%).

ENTORNO ECONÓMICO

Introducción

Tras una aceleración en 2017 y a comienzos de 2018, el crecimiento económico disminuyó. Los factores que contribuyeron a la desaleración fueron muchos, entre los cuales la subida de las tensiones comerciales entre EE. UU. Y China, el endurecimiento de la política de créditos en China, las perturbaciones en el sector automovilístico alemán, las incertidumbres políticas en Europa, las catástrofes naturales en Japón y las crisis económicas en Argentina y Turquía. El crecimiento americano se mantuvo fuerte pero la publicación de estadísticas económicas decepcionantes y la inversión de las curvas a finales de 2018 hicieron resurgir el espectro de una recesión en EE. UU., lo que ocasionó una fuerte subida de la volatilidad sobre los mercados financieros. La volatilidad volvió a caer cuando los bancos centrales modificaron la trayectoria de sus políticas monetarias. La Reserva Federal adoptó el principio de una pausa en su ciclo de ajuste y anunció que no procedería a ninguna subida de los tipos durante el resto del año, respecto a los dos todavía previstos en diciembre de 2018. Por otra parte, la Fed indicó que dejaría de reducir su balance a partir del mes de septiembre de 2019. El Banco Central Europeo anunció que no haría subir sus tipos de interés ese año, cuando antes preveía una subida después del verano, así como el lanzamiento de una serie de préstamos condicionados a largo plazo para los bancos de la zona euro. El Banco de Japón reafirmó su compromiso de comprar bonos del Estado, por lo que el resultado a diez años sigue estando cerca del 0%, y las autoridades chinas reforzaron su apoyo monetario y presupuestario.

Crecimiento del PIB real (%)	2017	2018	2019	2020
Mundo	3,8	3,6	3,3	3,6
Países avanzados	2,4	2,2	1,8	1,7
Países emergentes	4,8	4,5	4,4	4,8
Zona euro	2,4	1,8	1,3	1,5
Estados Unidos	2,2	2,9	2,3	1,9
Japón	1,9	0,8	1,0	0,5
Reino Unido	1,8	1,4	1,2	1,4
China	6,8	6,6	6,3	6,1
India*	7,2	7,1	7,3	7,5
Brasil	1,1	1,1	2,1	2,5
Rusia	1,6	2,3	1,6	1,7

Perspectivas económicas del FMI de abril de 2019

*Para India, los datos se presentan en base al año fiscal.

En un año, el índice MSCI World en dólares de los mercados de renta variable es prácticamente estable, y sube un 0,5%. Las acciones de los países desarrollados muestran una subida del 2,0%, con resultados contrastados entre los distintos mercados. En sus divisas respectivas, el S&P 500 aumentó un 7,3% mientras que el Euro Stoxx retrocedió un 1,9% y el Topix un 7,3%. El índice MSCI de las acciones emergentes en dólares retrocedió un 9,6%.

Durante el segundo y tercer trimestres de 2018, los mercados de acciones fluctuaron según la percepción del riesgo de guerra comercial entre China y Estados Unidos, de un desvío presupuestario en Italia y de una crisis en los países emergentes; las desvalorizaciones extremas de la libra turca y el peso argentino en agosto de 2018 hicieron temer el contagio a otros países.

En el cuarto trimestre de 2018, los mercados de renta variable sufrieron una fuerte corrección. La publicación de las estadísticas económicas decepcionantes en muchos lugares del mundo y la inversión de la curva de los tipos en Estados Unidos hicieron resurgir los temores de inflexión en el ciclo de crecimiento mundial, en un contexto de tensiones comerciales persistentes entre China y Estados Unidos, de incertidumbres en Europa y de caída brusca de los precios del petróleo.

Tras un final de año difícil, los mercados de renta variable registraron un fuerte repunte en el primer trimestre de 2019, lo que compensó parte de las pérdidas del cuarto trimestre de 2018. La reaparición del apetito de riesgo se debe más a la reducción de los temores de recesión en Estados Unidos, a la flexibilidad del cambio de la Fed y a la progresión de las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos, que a una mejora de las perspectivas de beneficio, revisadas a la baja.

Las inquietudes en torno al crecimiento y la flexibilidad del cambio de los bancos centrales restaron rentabilidad a los bonos del Estado de Estados Unidos y Alemania. En un año, el tipo norteamericano a 10 años bajó de 2,74% a 2,41%, con un punto alto de 3,24% en noviembre, y el tipo alemán a 10 años de 0,50% a -0,07% tras un nivel máximo de 0,64% a mediados de mayo. A comienzos de diciembre, el tipo norteamericano a 5 años pasó por debajo de los tipos sobre los préstamos a dos y tres años.

En Italia, el temor a un desvío presupuestario hizo ampliar los diferenciales de crédito a 10 años con Alemania de 127 a 256 puntos básicos. Culminó en 327 puntos básicos a finales de noviembre. El de España se amplió en 50 puntos básicos y el de Francia en 16 puntos básicos. El diferencial de Grecia es prácticamente estable.

Según los índices ICE Bank of America Merrill Lynch, el diferencial de crédito de las obligaciones privadas de buena calidad respecto a los bonos del Estado se amplió de 28 a 121 puntos básicos. El de los bonos de alto rendimiento aumentó de 77 a 392 puntos básicos. Los diferenciales de crédito alcanzaron su punto máximo en enero, con 155 y 523 puntos básicos respectivamente.

El euro pasó de 1,23 a 1,12 dólares, es decir una desvalorización de un 9,0% en un año. El euro se desvalorizó un 5,1% respecto al yen, un 5,0% respecto al franco suizo y un 2,1% respecto a la libra esterlina. Las incertidumbres políticas en Italia y Reino Unido, así como la política monetaria flexible del BCE influyeron negativamente en la moneda única.

El precio del barril de Brent llegó a su nivel máximo de 86 USD en octubre, tras lo cual cayó bruscamente hasta llegar a un nivel bajo de 50 USD en diciembre. Posteriormente, subió hasta los 86 dólares por barril a finales de marzo, lo que representa una caída del 2,3% en un año.

Estados Unidos

El crecimiento norteamericano fue sólido, logrando +4,2% en el tercer trimestre de 2018, +3,4% en el tercer trimestre de 2018 y +2,2% en el cuarto trimestre de 2018, a un ritmo anualizado. El PIB aumentó un 3,0% en un año.

El consumo doméstico se mantuvo bien orientado hasta finales de 2018. En diciembre, cayó un 0,6%, su mayor descenso de los últimos 10 años. Posteriormente, se recuperó en enero y progresó un 2,3% en un año. El cierre y la bajada de los mercados de renta variables sin duda influyeron.

Las creaciones de empleo fueron dinámicas, excepto dos turbulencias, en septiembre de 2018 y febrero de 2019. Como media, el sector privado creó 200.000 empleos al mes, lo que permitió un descenso del desempleo del 4,1% al 3,9%. El salario horario se aceleró hasta +3,2% en un año.

Las encuestas ISM se mantuvieron en niveles elevados durante la mayor parte del ejercicio. En diciembre de 2018, el componente nuevos pedidos del ISM manufacturero cayó de 11,0 puntos a 51,1. En el primer trimestre de 2019 se recuperó hasta alcanzar los 57,4 puntos en marzo.

La inversión residencial siguió en su ralentización y descendió un 2,0% en un año al cuarto trimestre de 2018. El precio de los bienes inmuebles ralentizó hasta alcanzar +4,3% en un año, en enero de 2019. La inversión no residencial fue dinámica y mostró una progresión del 7,1% en un año, en el cuarto trimestre de 2018. El índice NAHB de confianza de los constructores de vivienda fue degradándose hasta caer de 68 a 60 en noviembre, y de 60 a 56 en diciembre. Posteriormente remontó en el primer trimestre de 2019, y en marzo de 2019 se situaba en 62,0.

La inflación anual ralentizó de 2,4% a +1,5% en un año, entre marzo de 2018 y febrero de 2019, con su punto más alto en +2,9% en verano. El deflador core de consumo evolucionó en un rango estrecho comprendido entre +1,7% y +2,0%.

La Fed aumentó su tipo de referencia en 25 puntos básicos en junio, septiembre y diciembre, llevándolo al rango 2,25-2,50%. El 4 de enero de 2019, Jérôme Powell indicó que la Fed se mostraría paciente y que su política monetaria se ajustará a las publicaciones económicas. El 20 de marzo de 2019, anunció que no procedería a ninguna subida de los tipos durante el resto del año y declaró que dejaría de reducir su balance a partir del mes de septiembre de 2019.

Los Estados Unidos aumentaron los derechos aduaneros sobre 250.000 millones de dólares de productos chinos. China respondió con un aumento de los aranceles sobre 110.000 millones de dólares de productos norteamericanos.

El 1 de diciembre de 2018, Donald Trump y Xi Jinping anunciaron una tregua comercial de 90 días en la que negociarían un acuerdo. El 25 de febrero de 2019, Donald Trump prolongó la tregua sine die. Las sobretasas no impidieron que el déficit comercial norteamericano se ampliara de 3.700 millones USD a 51.100 millones USD en enero de 2019.

Las elecciones de mitad de mandato del 6 de noviembre de 2018 llevaron a un Congreso dividido. Los demócratas tomaron el control de la cámara de representantes, con 235 escaños de los 435 que estaban en juego. Con 53 escaños sobre 100, los republicanos conservaron la mayoría en el Senado. Por falta de financiación, las administraciones federales estuvieron parcialmente cerradas del 23 de diciembre de 2018 al 25 de enero de 2019, el cierre más largo de la historia de Estados Unidos.

Zona euro

El crecimiento de la zona euro ralentizó claramente, pasando de +1,7% en el segundo trimestre de 2018, a +0,6% en el tercer trimestre de 2018 y a +0,9% en el cuarto trimestre de 2018, en un ritmo trimestral anualizado. En un año, el PIB de la zona euro registra un alza de +1,2%. Por países, progresa de +0,6% en Alemania, +1,0% en Francia y +2,3% en España. El PIB italiano se mantiene estable únicamente, debido a un cambio a recesión en el segundo semestre de 2018.

El índice compuesto PMI de la zona euro retrocedió de 55,2 a 51,3 en los últimos doce meses. Durante ese periodo, el PMI del sector manufacturero perdió 9,1 puntos, a 47,5. El PMI de servicios resistió mejor, y registró un descenso de 2,2 punto, a 52,7.

La entrada en vigor de las normas WLTP el 1 de septiembre de 2018 aportó volatilidad a las ventas de automóviles en la zona euro. Tras una fuerte subida del 21,5% en julio, cayeron un 37,2% en septiembre. A continuación registraron un repunte, aunque no han vuelto a los niveles anteriores a los del verano. Las normas sobre las emisiones también perturbaron la producción automovilística alemana. Registraron una caída del 43% en el tercer trimestre de 2018, seguida de un repunte del 22% en el cuarto trimestre de 2018, a un ritmo trimestral anualizado.

La tasa de desempleo en la zona euro siguió bajando hasta establecerse en un 7,8% en febrero de 2019, frente al 8,5% en marzo de 2018. Determinadas medidas sobre los salarios en la zona euro aceleraron pero las presiones inflacionistas se mantuvieron comedidas. La inflación global es estable, +1,4% en un año, con un nivel máximo de +2,3% en octubre. La inflación subyacente evolucionó en un rango estrecho comprendido entre +0,8% y +1,1%.

El 14 de junio de 2018, el BCE anunció que reduciría a la mitad sus compras mensuales de activos en el cuarto trimestre de 2018, hasta los 15.000 millones de euros, y que preveía poner un término a finales de diciembre de 2018. Así mismo indicó que mantendría sus tipos de interés en los niveles actuales, al menos hasta el verano de 2019. En su reunión celebrada el 13 de diciembre de 2018, el BCE confirmó el final de su programa de compras, añadiendo que seguiría reinvertiendo los reembolsos de los títulos vencidos durante un largo periodo tras el comienzo de la subida de los tipos. El 7 de marzo de 2019, el BCE anunció que mantendría sus tipos de interés «al menos hasta finales de 2019» y el lanzamiento de una nueva serie de préstamos condicionados a largo plazo (TLTRO) para los bancos de la zona euro.

En Italia, las elecciones legislativas del 4 de marzo de 2018 no obtuvieron una mayoría clara en el parlamento, lo que dio lugar a más de dos meses de negociaciones. Finalmente, el Movimiento 5 estrellas y la Liga terminaron por lograr constituir un gobierno el 31 de mayo de 2018. El 27 de septiembre, el gobierno italiano anunció que pretendía lograr un déficit presupuestario del 2,4% del PIB en 2019, lo que motivó el lanzamiento por la Comisión Europea de un procedimiento de sanciones, el 21 de noviembre. La revisión a

la bajo por el gobierno italiano de su objetivo de déficit para 2019, al 2,0% del PIB, terminó permitiendo alcanzar un acuerdo con Bruselas, el 19 de diciembre.

En España, el presidente Mariano Rajoy tuvo que dimitir, el 1 de junio de 2018, tras la aprobación por los diputados de una moción de censura en su contra, después de que la justicia española condenara a varios altos cargos de su partido por hechos de corrupción. Fue sustituido por el líder del partido socialista, Pedro Sánchez, que encabeza un gobierno minoritario. Tras el fracaso de su proyecto de presupuesto, el nuevo jefe del gobierno convocó, el 15 de febrero de 2019, elecciones legislativas anticipadas el 28 de abril de 2019.

POLÍTICA DE GESTIÓN

El mercado del Crédito financiero corrigió, en abril de 2018, una parte de los excesos bajistas que conoció en marzo. No obstante, tras un *rally* en la primera quincena, los diferenciales volvieron a subir ligeramente en la segunda mitad del mes. A esto se sumó una subida de los Tipos a partir del 18 de abril en las 3 divisas: la combinación de aumento de los tipos y de los diferenciales provocó pérdidas al final del mes, llevando a muchos inversores a una actitud de espera.

Los primeros resultados de las instituciones financieras son globalmente buenos, aunque sin ser sobresalientes.

Creemos que las dificultades del sector para encontrar fuentes de aumento de los ingresos son estructurales. Algunos primeros emisores vinieron para satisfacer en totalidad sus necesidades reglamentarias del 1,5% en AT1, a través de una sola y única emisión, como por ejemplo Bawag y PBB, aumentando la diversificación del mercado.

El mes de mayo de 2018 fue especialmente volátil y sangriento: el sentimiento de los inversores cambiaba según las declaraciones/anuncios/rumores sobre el gobierno italiano. La incertidumbre fue tal que los movimientos diarios de precios registrados por los títulos de deuda pública BTP, un verdadero barómetro de los mercados durante el mes, fueron los más bruscos desde la creación del euro. Los temores de un «Italexit» generaron valoraciones sobre los bancos y las aseguradoras, en especial las italianas pero también periféricas, de un modo que consideramos exagerado. Todas las pérdidas del año se han producido exclusivamente en mayo.

Los mercados se recuperaron a comienzos de junio tras la caída que registraron durante el mes de mayo debido a Italia. Este «mini-rally», sin embargo, finalizó tras la reunión del BCE. Los inversores parecían tener particularmente una actitud de espera y prudencia para este final de mes y de trimestre, con unos flujos moderados pero regulares, de venta, lo que hizo ampliar de nuevo los diferenciales.

Se observó un regreso contenido de los emisores de deuda híbrida, como Danske Bank en títulos AT1 (diferencial de 413 p.b. frente a la deuda pública), CNP en títulos RT1 con un diferencial de 450 p.b., o Caixa Geral de Depositos en títulos Tier 2 con un diferencial de 610 p.b. Pese a unos precios generosos y atractivos, estos títulos no consiguieron tener un buen comportamiento en el mercado secundario, lastrados por el resto del mercado.

Tras un punto alto que alcanzaron a finales de junio de 2018, los diferenciales se estrecharon durante el mes de julio para todos los segmentos de la deuda subordinada. En primer lugar, todo parece indicar que se disipa el riesgo italiano a raíz de las declaraciones del ministro de finanzas garantizando el respeto de las reglas europeas en la confección del próximo presupuesto. En segundo lugar, las primeras publicaciones de resultados fueron excelentes, especialmente en el sector bancario: no se produjeron verdaderas sorpresas (ni buenas ni malas) en la banca sueca y los resultados de la mayoría de las entidades españolas fueron mejores de lo esperado. Los excelentes resultados de la banca irlandesa y portuguesa corroboran la bonanza económica de estos dos países. Deutsche Bank, que nos ha acostumbrado a advertencias y decepciones, hizo públicos unos resultados muy superiores a lo esperado y presentó un balance y unos fondos propios de excelente calidad, aunque sigue sin resolverse la cuestión de la rentabilidad.

El mes de agosto de 2018 estuvo marcado por un aumento de la volatilidad debido a las preocupaciones sobre los países emergentes, entre los cuales Turquía en cabeza, las tensiones comerciales con los Estados Unidos en el centro y, finalmente, el presupuesto italiano y las reacciones de las agencias de calificación que podrían llegar de aquí a finales del año. Por su parte, Fitch cambió las perspectivas de Italia de estables a negativas a finales de mes.

Los títulos bancarios cayeron un -8% durante el mes, un contexto en el que los títulos subordinados también sufrieron, en particular los títulos italianos, e incluso en España en BBVA por causa de su filial turca. Aprovechamos esta actualidad para reforzar las posiciones sobre ese nombre, ya que el impacto para

el banco, en realidad, está muy limitado en términos de ingresos y de capital, por lo que al final del mes Moody's confirmó la calificación de BBVA sin cambiar su perspectiva.

Pese al contexto de mercado y la temporada veraniega, el mercado primario permaneció activo para la deuda subordinada de todos los niveles: Barclays y BNP en AT1 \$, Mapfre y Svenska en T2 €, y numerosos emisores en Non Preferred y Preferred Senior € (Deutsche Bank, Rabobank, RBS, Belfius, etc.). Fuimos selectivos y participamos principalmente en emisiones Preferred y Non Preferred que ofrecían una prima muy interesante con respecto al mercado secundario.

Las entidades financieras siguieron publicando unos sólidos resultados semestrales, la reducción de créditos dudosos se acelera en Italia y las dos principales entidades (Unicredit e Intesa) tienen actualmente unas tasas de morosidad (NPL) brutas de en torno al 9%.

Italia siguió marcando el ritmo del apetito por el riesgo en septiembre de 2018, y la perspectiva de un déficit presupuestario claramente por encima del 2% dirigida por el ministro de finanzas Tria hizo reducir el diferencial entre Alemania e Italia a 10 años en 55 p.b. hasta el anuncio final del presupuesto el día 27.

El objetivo de déficit se situó finalmente en el 2,4%, bastante superior a las expectativas del mercado, y aunque los cálculos detallados aún no se han publicado (en particular, la tasa de crecimiento del PIB utilizada), el diferencial entre Alemania e Italia se amplió en 36 p.b. tras el anuncio.

Los títulos italianos siguieron la misma dinámica, pues registraron una continua apreciación durante el mes, luego cancelada en gran parte el día del anuncio de los presupuestos. Sin embargo, los índices terminan el mes ligeramente en positivo en todas las inversiones, y los títulos AT1 italianos registran incluso un rendimiento de +1,64% según el índice J.P. Morgan CoCo AT1 Italy, frente al +3,06% de los valores bancarios italianos según el índice FTSE Italia All-Share Banks.

En cuanto a emisores, Danske Bank continuó bajo presión tras la publicación de su investigación interna sobre las transacciones sospechosas de su filial de Estonia. En efecto, el banco aún no puede identificar en estos momentos la totalidad de las transacciones fraudulentas. Los títulos AT1 de la entidad perdieron un 5% durante el mes en un mercado alcista; el principal factor de incertidumbre era si Estados Unidos entraría o no en la investigación. Aprovechamos esta corrección para reforzar nuestra exposición al valor.

Como era de prever, el mercado primario fue activo durante el mes: Abanca, Bankia, BBVA, HSBC y SocGen en títulos AT1, Phoenix Group, Groupama, Prudential, Swedbank y Nordea en los Tier 2 y al menos una decena de emisores en deuda Non Preferred Senior.

La rápida subida de los Tipos norteamericanos a comienzos de octubre de 2018 en terreno hasta entonces desconocido desde hacía tiempo (el 10 años se aproximó brevemente con el 3,25%) llevó los activos de riesgo a la baja, en primer lugar los mercados de renta variable.

El riesgo italiano volvió a aparecer a comienzos de octubre, con un tono más agresivo entre la UE y el gobierno local, lo que se tradujo por una importante ampliación del diferencial entre BTP y Bund (326 p.b. en lo más amplio, para terminar el mes en 304 p.b.) y, de rebote, sobre las subordinadas financieras, en particular las italianas. Sin embargo, lo peor no llegó a ocurrir para las agencias de calificación: degradación en Baa3 para Moody's pero con una perspectiva estable, y mantenimiento de BBB para S&P pero con una perspectiva negativa.

La banca española estuvo agitada tras una sentencia inesperada del Tribunal Supremo en cuanto al pago por los bancos de una tasa local de las hipotecas, y su posible retroactividad pese a que parece poco probable. En cuanto al Brexit, ambas partes parecen aproximarse a un acuerdo, según las declaraciones de Dominic Raab, Secretario de Estado para la salida de la UE.

Los primeros resultados del tercer trimestre fueron relativamente aburridos, lo que constituye una buena noticia para los acreedores. Cabe subrayar el impacto moderado de Turquía para BBVA e ING, los resultados muy sólidos de Caixa Geral de Depósitos y una excelente producción de capital para Danske Bank.

Redujimos la participación de los títulos en \$ y aumentamos nuestra exposición a Danske Bank, Caixa Geral de Depósitos y la banca española tras el *sell-off* vinculado a la sentencia.

La continuación del rebote iniciado a finales de octubre no duró más que la primera semana de noviembre. Primero, la reactivación de las tensiones entre Europa e Italia hizo ampliar el diferencial entre el bono italiano y el alemán a más de 320 p.b., para volver a los 280 p.b. después de que el gobierno revisara a la baja el déficit y del tono más conciliador de la Comisión Europea.

A continuación, lo que exacerbó las tensiones fue el tema del Brexit: la avalancha de dimisiones tras el acuerdo negociado por Theresa May aumentó la probabilidad de una falta de acuerdo para los inversores, lo que lastró los activos de riesgo en beneficio de la deuda pública.

A ello cabe añadir la falta de liquidez de las contrapartes bancarias, ya que la inminencia del «retrato» de fin de año impide aumentar las carteras de negociación, y los flujos vendedores con unas cantidades limitadas comportaron en estas condiciones unas importantes caídas de precios.

Todos los bancos italianos publicaron sus resultados del tercer trimestre: la tendencia de los trimestres

anteriores se confirma con un ligero aumento o estabilidad de los fondos propios y una mejora de la calidad del balance. Unicredit fue el único que decepcionó a los inversores, con unos resultados desiguales y un cargo extraordinario relacionado con Turquía.

En el mercado primario, el mercado fue ligeramente activo en el segmento Tier 2 en euros con BNP, Sabadell y Munich Re, así como en libras con Legal & General.

Los principales temas del mes de noviembre de 2018 fueron esencialmente políticos. Finalmente, Theresa May aplazó el voto sobre el Brexit hasta la semana del 14 de enero: un voto de confianza de su propio partido contra ella, pero que ha mostrado la importancia de las divisiones internas del Partido Conservador, ya que 117 miembros votaron contra ella y 200 a su favor.

La UE y el Gobierno italiano también terminaron por lograr un compromiso de presupuesto con un déficit presupuestario en un 2,04% para 2019 e hipótesis de crecimiento revisadas al 1%. La relajación sobre el diferencial entre BTP y Bund ha sido beneficiosa para todos los valores italianos, pese a que no han vuelto a los niveles anteriores a los de la crisis.

En Francia, las manifestaciones de los chalecos amarillos tuvieron un fuerte impacto económico, tanto sobre el déficit presupuestario de 2019, que asciende al 3,2% contra un 2,8% inicialmente previsto, como sobre el crecimiento en el cuarto trimestre de 2018 ya que las PYME han registrado una fuerte caída.

En ese contexto, los valores financieros han seguido retrocediendo en los mercados de renta variable, penalizados por una coyuntura de Tipos en descenso.

En 2018, el cambio de sentimiento sobre el Investment Grade (flujos salientes de los fondos de crédito en general) y las inquietudes políticas fueron más fuertes que los fundamentales positivos del sector financiero. Por ello, el rendimiento de las deudas financieras no pudo despegarse de la macro y de los acontecimientos políticos.

En este comienzo de año, el «trade» consensual parece neutro o «short» para la banca europea a la espera de un importante volumen de emisiones en el mercado primario a comienzos de 2019. La evolución de los diferenciales, por lo tanto, estuvo condicionada por el apetito de los inversores y/o el posible anuncio de una nueva TLTRO 3 para el Banco Central Europeo durante el 1^{er} semestre de 2019.

Tras una primera semana en línea con el mes de diciembre fuertemente bajista, el resto del mes de enero de 2019 marcó un claro repunte para todos los activos de riesgo.

El mayor optimismo acerca del Brexit, las declaraciones de tono menos duro de la Fed así como el avance de las negociaciones entre Estados Unidos y China se impusieron al cierre del gobierno estadounidense y los primeros resultados moderados de las empresas de EE. UU.

Para la banca europea, la temporada de resultados comienza, por el momento, con pocas publicaciones aunque moderadas: UBS, Bankia y SwedBank por debajo de las expectativas, Bankinter, Santander y SEB por encima. El mes de febrero nos mostrará si la tendencia es válida para todo el sector, aunque el coste del riesgo se mantiene débil para estas entidades, como ya fue el caso para las entidades norteamericanas.

El mercado primario fue activo principalmente en los títulos elegibles para el MREL (Non Preferred Senior OpCo/Senior HoldCo), con unas buenas primas ofrecidas por BNP, Unicredit o Danske Bank.

Por otra parte, Banco Commercial Portugues realizó su primera emisión de títulos Additional Tier 1 con un cupón del 9,25% en euros.

El mes de febrero siguió la línea de enero: el número de inversores que se mostraron menos negativos sobre el entorno global, y por consiguiente, deseosos de retomar el riesgo, fue cada vez mayor. Los flujos globales fueron ligeros, con algunas entradas de capitales en los fondos de crédito desde principios de año y la consiguiente pausa en las salidas de capitales que habían castigado el mercado en 2018, por lo que fueron sobre todo las posiciones de efectivo las que se invirtieron masivamente, lo que explica la mayor parte de los movimientos de precios de los últimos meses.

El mercado parece creer cada vez más en una próxima resolución de dos temas políticos mayores: la guerra comercial con un acuerdo entre Estados Unidos y China que podría firmarse en unas semanas, y en lo referente al Brexit, la validación de un acuerdo negociado con Theresa May o una extensión del artículo 50. Los resultados de los bancos fueron globalmente buenos, si bien continúa la presión que lastra los ingresos. No obstante, la valoración del sector es baja, tanto en el mercado de renta variable como en el de crédito.

Una vez más, durante el mes de marzo de 2019, el mercado fue influenciado por los bancos centrales. En primer lugar, el BCE confirmó la necesidad de relajar aún más la política monetaria, anunciando oficialmente un nuevo programa de TLTRO 3 así como el aplazamiento de una posible subida de tipos hasta 2020. Posteriormente, la Fed optó por un tono definitivamente más «dovish», pasando de una previsión de dos subidas de los tipos en el mes de diciembre a ninguna subida de los tipos, a partir de ese momento, en 2019 Y el cese total de su plan de reducción de su balance a partir del próximo mes de septiembre, que comenzará

a partir de mayo. El resultado fue que los tipos de la deuda pública siguieron cayendo: el tipo del bono alemán a 10 años entró en terreno negativo por primera vez desde junio de 2016, el del bono británico *gilt* por debajo del 1% y el de las T-Notes de EE. UU. por debajo del 2,4%.

Los inversores parecen haber perdido algo de interés en el tema del Brexit y estar hastiados de él, y la variable de ajuste principal que queda es la divisa. Los bancos británicos siguen estando bien apoyados por los mercados y algunos emisores como Lloyds o Coventry lanzan ofertas de reembolso sobre instrumentos de capital Tier 2 o AT1.

En los bancos, la atención se centra en el proyecto de fusión entre Deutsche Bank y Commerzbank, ahora oficialmente estudiado por ambas partes, así como en las problemáticas del blanqueo de dinero. Después de Danske Bank el año pasado, ahora le ha tocado a SwedBank ser objeto de investigación de la justicia estadounidense en relación con las transferencias de dinero de sus clientes no residentes a través de sus filiales bálticas. Al mercado le costó un poco «digerir» la abundancia de principios de mes del segmento primario, lo que comportó una ampliación de los diferenciales a finales del mes. Numerosos emisores refinanciaron sus títulos AT1 por anticipación, lo que debería limitar las emisiones en los próximos meses. De este modo, Santander probablemente sea el único banco que, de momento, no ha ejercido su call en su AT1.

Rendimientos pasados no garantizan resultados futuros.

Movimientos principales de la cartera durante el ejercicio

Títulos	Movimientos («Divisa de contabilidad»)	
	Adquisiciones	Cesiones
LAZARD EURO MONEY MARKET	122.180.720,92	141.681.205,63
AG INSURANCE SA/NV TF/TV PERPETUEL	8.994.781,80	9.090.768,89
CA 6.875% PERP	13.217.023,53	4.461.148,77
BNP PAR 2.375% 20-11-30 EMTN	12.916.540,00	2.025.249,86
BANCO DE SABADELL 5,375% 12/12/2028	14.738.019,25	0,00
UNICREDIT 4.875% 20/02/2029 EMTN	14.100.000,00	0,00
ABANCA CORPORACION BANCARIA 6.125% 18-01-29	12.787.997,95	0,00
CAIXA GEN 5.75% 28-06-28 EMTN	12.267.502,74	0,00
BBVA 5.875% PERP	10.156.538,46	1.952.987,64
CAIXABANK 1.75% 24-10-23 EMTN	5.777.496,00	5.803.522,66

Transparencia de las operaciones de financiación de valores y de la reutilización de los instrumentos financieros

- reglamento SFTR - en la divisa de contabilidad del OIC (EUR)

Durante el ejercicio, el OIC no ha sido objeto de operaciones sujetas a la normativa SFTR.

- **TÉCNICAS DE GESTIÓN EFICAZ DE LA CARTERA E INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS**

a) Exposición obtenida a través de técnicas de gestión eficaz de la cartera y de instrumentos financieros derivados

- Exposición obtenida a través de técnicas de gestión eficaz:
 - Préstamos de títulos:
 - Toma de títulos en préstamo:
 - Operación de recompra inversa:
 - Acuerdo de recompra:
- Exposición subyacente alcanzada a través de instrumentos financieros derivados: **263.596.052,44**
 - Contratos a plazo sobre divisas: **263.596.052,44**
 - Futuros:
 - Opciones:
 - Swap:

b) Identidad de la(s) contraparte(s) en las técnicas de gestión eficaz de la cartera e instrumentos financieros derivados

Técnicas de gestión eficaz	Instrumentos financieros derivados (*)

(*) Salvo los derivados enumerados.

c) Garantías financieras recibidas por el OICVM para reducir el riesgo de contraparte

Tipos de instrumentos	Importe en divisa de la cartera
<p>Técnicas de gestión eficaz</p> <ul style="list-style-type: none"> . Depósitos a plazo . Acciones . Obligaciones . OICVM . Efectivo (**) <p style="text-align: right;">Total</p>	
<p>Instrumentos financieros derivados</p> <ul style="list-style-type: none"> . Depósitos a plazo . Acciones . Obligaciones . OICVM . Efectivo <p style="text-align: right;">Total</p>	<p style="text-align: right;">2.493,77</p> <p style="text-align: right;">2.493,77</p>

(**) La cuenta Efectivo también incluye la liquidez resultante de las operaciones con pacto de recompra.

d) Ingresos y gastos operativos relacionados con las técnicas de gestión eficaz

Ingresos y gastos operativos	Importe en divisa de la cartera
<ul style="list-style-type: none"> . Ingresos (***) . Otros ingresos <p style="text-align: right;">Total de ingresos</p>	
<ul style="list-style-type: none"> . Gastos operativos directos . Gastos operativos indirectos . Otros gastos <p style="text-align: right;">Total gastos</p>	<p style="text-align: right;">10.568,99</p> <p style="text-align: right;">10.568,99</p>

(***) Ingresos percibidos por préstamos y operaciones de recompra inversa.

4. INFORMACIÓN REGLAMENTARIA

• PROCEDIMIENTO DE SELECCIÓN Y EVALUACIÓN DE INTERMEDIARIOS Y CONTRAPARTES

Los intermediarios utilizados por la sociedad de gestión se seleccionan sobre la base de diferentes criterios de evaluación, entre los que figuran la investigación, la calidad de ejecución y examen de órdenes, la oferta de servicios. El «Comité Broker» de la sociedad de gestión valida cualquier actualización en la lista de los intermediarios habilitados. Cada área de gestión (tipos y acciones) informa al Comité Broker al menos dos veces al año sobre la evaluación de la prestación de estos diferentes intermediarios y sobre el reparto de los volúmenes de operaciones tratadas.

• GASTOS DE INTERMEDIACIÓN

La información sobre los gastos de intermediación puede consultarse en el sitio web: www.lazardfreresgestion.fr.

• EJERCICIO DE DERECHOS DE VOTO

Lazard Frères Gestion S.A.S. ejerce los derechos de voto asociados a los títulos en posesión de los OIC de cuya gestión se encarga según el perímetro y las modalidades especificadas en la carta que establece en relación con su política de ejercicio de los derechos de voto. Este documento puede consultarse en el sitio web de la sociedad de gestión: www.lazardfreresgestion.fr.

• INFORMA ARTÍCULO 173

Enfoque general sobre la consideración de los criterios ASG

Lazard Frères Gestion tiene la firme convicción de que la integración de los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) por los emisores es imprescindible para la perennidad de su rentabilidad económica.

En efecto, el rendimiento a largo plazo de las inversiones no se limita únicamente a tener en cuenta la estrategia financiera, sino que también debe considerar las interacciones de la empresa con su entorno social, económico y financiero.

La consideración de los criterios ASG se inscribe por tanto en un proceso natural que forma parte de nuestro proceso de inversión.

Nuestro enfoque global puede resumirse de la siguiente forma:

- El análisis financiero de la empresa, extremadamente exigente, cubre la calidad de los activos, la solidez financiera, la previsibilidad de los flujos de efectivo y su reinversión por la sociedad, la dinámica de la rentabilidad económica, su perennidad y la calidad de la gestión.
- Esta perennidad se ve reforzada teniendo en cuenta los criterios extrafinancieros:
 - Criterios sociales: por la valorización del capital humano.
 - Criterios ambientales: por la prevención del conjunto de los riesgos ambientales.
 - Criterio de gobernanza: por el respeto del equilibrio entre las estructuras de gestión y accionariales, para prevenir los conflictos de intereses potenciales y garantizar el respeto de los intereses de los accionistas minoritarios.

Naturaleza de los criterios ASG que el FIC Lazard Credit Fi tiene en cuenta

- Análisis de la gobernanza

La calidad de la gobernanza siempre ha sido un criterio determinante en nuestra política de inversión. Una gobernanza satisfactoria es una garantía de transparencia y equilibrio de los poderes, así como un contrapoder de los accionistas.

Lazar Frères Gestion considera que las buenas prácticas en materia de gobernanza empresarial son elementos de control del riesgo que impulsan la creación de valor y contribuyen a una alienación global de los intereses del conjunto de las partes interesadas.

- Criterios sociales

Los criterios sociales tienen en cuenta la prevención de los accidentes, la formación de personal, el respecto de los derechos de los trabajadores, los derechos humanos y éticos en la cadena de suministros (supply chain) y el diálogo social.

El «capital humano» es uno de los dos motores de la empresa junto con el capital financiero, y desatenderlo podría conllevar riesgos de pérdida de rentabilidad operativa o de aumento de los costes vinculados a la volatilidad de la masa salarial;

- Criterios ambientales

Los criterios ambientales conciernen el impacto directo o indirecto de la actividad empresarial en el medio ambiente (gestión de residuos, consumo energético y emisiones contaminantes) y se valoran teniendo en cuenta el sector de actividad.

Intentamos explicar cómo entiende la empresa los riesgos ambientales, ya que cualquier negligencia por su parte llevaría a una marcada constitución de pasivos con impacto en su rentabilidad económica.

Así es, tener en cuenta de manera insuficiente los riesgos ambientales (contaminación, biodiversidad, recursos y comunidades locales) podría ocasionar pérdidas de rentabilidad, e incluso un riesgo reputacional y financiero.

Datos utilizados para analizar la implementación en los criterios ASG

Para poder comprender los criterios ASG para cada sociedad analizada, Lazard Frères Gestion se basa en varias fuentes de información:

- Fuentes públicas: Informe RSC, ONG, prensa.
- Comunicación directa con las empresas.
- Búsqueda externa: Agencia de calificación extrafinanciera, brokers.

De este modo, cada analista gestor puede enriquecer su propio análisis extrafinanciero de datos que se consideran pertinentes. Dichos análisis se incorporan en nuestro proceso de gestión.

De ese modo, nuestras herramientas de análisis propietarias muestran datos financieros y extrafinancieros de cada empresa analizada.

Los analistas gestores alimentan directamente esas herramientas.

Metodología y resultados del análisis ASG

- Los métodos de análisis ASG

Para cada empresa analizada, el analista gestor elabora una ficha de análisis de Crédito en la que constan datos financieros y datos extrafinancieros de nuestro colaborador Vigeo-Eiris.

Posteriormente, las fichas se centralizan en una base de datos accesible para los analistas gestores del polo de gestión. La información sobre los emisores y/o los datos ASG se revisan 2 veces al año.

Al mismo tiempo, otra base de datos exclusivamente dedicada al ASG recoge todos los datos cuantitativos de nuestros colaboradores Vigeo-Eiris y Trucost, con lo cual los analistas gestores pueden identificar rápidamente las empresas más o menos eficientes dentro del sector. El equipo ASG actualiza los datos trimestralmente.

En cuanto al análisis de los criterios relativos a los riesgos climáticos, se encuentra actualmente delegada a nuestro colaborador Vigeo-Eiris.

Vigeo analiza el modo en que los emisores tienen en cuenta los riesgos físicos y los riesgos de transición en su modelo de desarrollo, según la metodología siguiente:

- La valoración de los riesgos físicos

Se valora el nivel de control de dichos riesgos por los emisores y se examina:

- Si las empresas han identificado y cuantificado los riesgos físicos vinculados al clima al que pueden estar expuestas.
- Las medidas implementadas para prevenir, adaptar y atenuar dichos riesgos.
- Los indicadores reflejan el resultado de sus esfuerzos por anticipar y atenuar las consecuencias que los podrían tener los impactos físicos del cambio climático en sus actividades/
 - Impactos sobre los activos de la sociedad (daños, destrucción de instalaciones o equipos de producción, jubilación anticipada de los activos existentes, etc.).
 - Impactos en la cadena de suministros (disminución de la disponibilidad/aumento de los costes de las materias primas, los componentes y los equipos, etc.).
 - Costes del impacto (costes de seguro, gastos de inversión, gastos operativos, etc.).
 - Las repercusiones en la capacidad de la empresa para realizar sus actividades y operaciones (reducción o perturbación de la capacidad productiva, impactos en la gestión y la planificación de la mano de obra, etc.).

- La valoración de los riesgos de transición

Se han identificado 3 riesgos de transición:

- El riesgo vinculado a la evolución del precio de la energía

Se miden los compromisos de los emisores para reducir el consumo energético y las emisiones asociadas o cómo hacen evolucionar las empresas su combinación energética.

- El riesgo vinculado a los progresos tecnológicos

Estos riesgos corresponden a la exposición de las empresas a los riesgos de obsolescencia vinculados a la ausencia de innovación tecnológica, a la sustitución de los productos y servicios existentes por otros con menores emisiones.

Se siguen los esfuerzos de las empresas para desarrollar y comercializar productos y servicios con un escaso impacto en el clima, su implicación en las actividades de I+D para productos y servicios ecológicos.

- El riesgo vinculado a las normativas

Consiste en medir el modo en que las empresas anticipan las evoluciones normativas:

- Huella de carbono/precio del carbono: al medir la huella de carbono pueden apreciarse los sectores y empresas que más gases de efecto invernadero emiten y por lo tanto, los más expuestos a regulaciones climáticas.
- Riesgo de Strened asset/Devaluación: la identificación de los emisores cuyos ingresos proceden de energías fósiles y de los que disponen de reservas de energías fósiles para identificarlos más expuestos al riesgo de devaluación de sus activos.
- Respeto de los supuestos 2: una medida del nivel de compromiso de los emisores en la transición energética de su modelo económico. Evaluar el nivel de los compromisos y la eficiencia de las medidas implementadas para reducir sus emisiones de GEI, para hacer evolucionar su combinación energética y reducir su consumo energético.

- Las modalidades en que se tienen en cuenta los criterios ASG en el proceso de decisión de inversión

Los analistas gestores se aseguran de que la valoración es coherente con las calificaciones extrafinancieras, es decir que el diferencial sigue siendo atractivo desde el punto de vista del riesgo de crédito.

En los diferenciales comparables y los perfiles de riesgo fundamentales similares, nuestros analistas gestores tienen la posibilidad de privilegiar a la sociedad que presente las mejores características en materia de ASG.

Por lo tanto, el Análisis ASG está integrado en nuestro análisis fundamental e influye directamente en las decisiones de inversión.

Finalmente, medimos regularmente el impacto que tiene el hecho de que las empresas seleccionadas tengan en cuenta y gestionen los riesgos ASG en el rendimiento ASG de las carteras de renta fija.

De ese modo, el equipo procede a una valoración cuantitativa por trimestre, basándose en los datos puestos a disposición por nuestro colaborador Vigeo-Eiris.

Para cada cartera, las calificaciones ASG de todos los emisores en cartera se describen detalladamente en un archivo que se comunica trimestralmente al equipo de gestión: este fichero pone de relieve, para cada emisor, la calificación global de Vigeo-Eiris y las calificaciones en las 6 áreas analizadas por Vigeo-Eiris.

Además, para los emisores con las calificaciones extrafinancieras más bajas (Score global «Weak»), con la ayuda del análisis cualitativo comunicado por Vigeo-Eiris, el equipo ASG elabora un comentario sintético que también transmite cada trimestre al gestor del Fondo.

- Seguimiento de indicadores ASG

➤ **Huella de Carbono**

En virtud del artículo 173 de la ley francesa de 17 de agosto de 2015, LAZARD Frères Gestion ha decidido mostrar la Huella de Carbono del fondo Lazard Credit Fi.

- Para recabar los datos necesarios para calcular la huella de carbono, firmamos un convenio de colaboración con la empresa TRUCOST en 2016.
- LAZARD Frères Gestion aplica como indicador la intensidad de carbono, expresada en toneladas equivalentes de CO2 por millones de euros de volumen de negocios.
- El cálculo de la huella de carbono tiene en cuenta los ámbitos 1 y 2 de las emisiones de gas de efecto invernadero (GEI)
 - Ámbito 1: Todas las emisiones directamente generadas por la combustión de energías fósiles necesarias a la fabricación del producto.
 - Ámbito 2: Las emisiones indirectamente generadas por la producción de energías (electricidad, etc.)

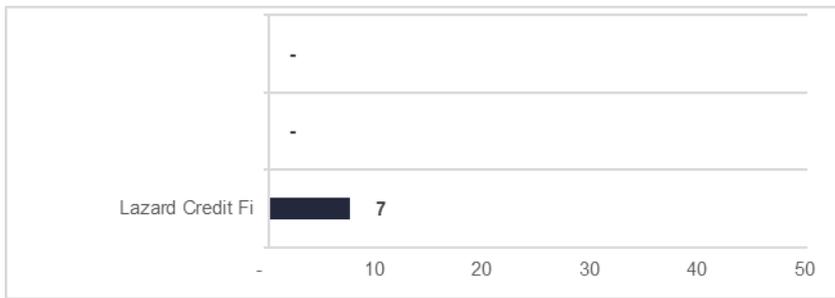
consumidas por la empresa.

- Únicamente se realizan medidas sobre los valores que poseemos directamente en cartera. Las empresas cotizadas de las que no disponemos de datos sobre la huella de carbono se sacan del área analizada, y el peso de cada valor en cartera vuelve a basarse para obtener una ponderación total igual al 100%.
- La metodología del cálculo de la intensidad de la huella de carbono de una cartera es una media ponderada de los GEI divididos por el volumen de negocios de cada posición. De este modo obtenemos la siguiente fórmula:

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

En general, comparamos la Huella de Carbono de un fondo con su benchmark, mas el índice de referencia de Lazard Credit Fi es EONIA. Se trata de un índice compuesto, sin empresas en subyacentes y por lo tanto, carece de características ASG propias, por lo que es imposible hacer un comparativo en el presente caso.

Emissiones por millones de euros de Volumen de Negocios (toneladas de CO2 eq./Millones de euros de Volumen de Negocios)



Fecha: 29/03/2019

Tasa de cobertura del fondo: 82%

➤ Indicador de contribución a la transición energética

Medimos en nivel de compromiso de las empresas en la transición energética de su modelo económico, mediante un indicador: la puntuación de transición energética.

Se valora cada emisor en cartera sobre la eficacia de las medidas que implementa para reducir sus emisiones de GEI, para hacer evolucionar su combinación energética y reducir su consumo energético.

Esta calificación se encuentra actualmente delegada a nuestro colaborador Vigeo-Eiris.

Se basa en el análisis de criterios específicos vinculados al cambio climático y resulta del análisis de los aspectos clave de la empresa y su sector en materia de transición energética. Calcula los esfuerzos realizados por las empresas para reducir su huella de carbono y contribuir de ese modo al objetivo internacional de limitar el calentamiento climático a 2°C.

La contribución de la cartera a la transición energética se calcula del siguiente modo:

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

Se define según la escala de calificación siguiente:

Escala de Estrategia de Transición Ecológica

Categorías	Escasa	Iniciada	Probatoria	Elevada
Puntuación	0-29	30-49	50-59	60-100

Puntuación de Transición Energética

LAZARD CREDIT FI	Iniciado	48
------------------	----------	----

Incorporación de los resultados del análisis ASG en el proceso de inversión

- Voto en las juntas generales

Como titulares de obligaciones, no somos accionistas y o disfrutamos de derechos de voto vinculados a nuestras posiciones en cartera.

- Implementación de una estrategia de compromiso con los emisores

Mediante los fondos de renta variable de Lazard Frères Gestion, podemos ser accionistas de determinadas empresas a las que está expuesto el fondo Lazard Credit Fi, pero actualmente Lazard Frères Gestion no publica ningún informe en el que consten las distintas iniciativas lanzadas y sus resultados.

Sin embargo, nos hemos comprometido a elaborar y publicar un informe de compromiso durante el año 2019.

- **MÉTODO DE CÁLCULO DEL RIESGO GLOBAL**

El OIC utiliza el método de cálculo del compromiso para calcular el riesgo global del OIC respecto a los contratos financieros.

- **SWING PRICING**

Para no penalizar a los partícipes que permanezcan en el OIC, se aplicará un factor de ajuste a aquellos que suscriban o reembolsen importes consistentes del saldo del OIC, lo que podría generar, para los partícipes que entren o salgan del OIC, costes que se imputarían a los partícipes presentes en el OIC. De ese modo, si en una fecha de cálculo del VL, el total de las órdenes de suscripción/reembolso netas de los inversores sobre todas las categorías de participaciones del OIC supera un umbral preestablecido por la sociedad gestora y determinado en base a criterios objetivos en forma de porcentaje del patrimonio neto del OIC, se puede ajustar el VL al alza o a la baja para tener en cuenta los costes de reajuste imputables a las órdenes de suscripción/reembolso netas respectivamente. El VL de cada categoría de participaciones o acciones se calcula por separado pero cualquier ajuste tiene, en porcentaje, un impacto idéntico en todos los VL de cada categoría de participaciones o acciones del OIC.

Los parámetros de coste y umbral de activación son determinados por la Sociedad de gestión y revisados periódicamente, el período no pudiendo superar los 6 meses. La sociedad gestora estima dichos costes basándose en los gastos de transacción, las horquillas de compraventa y las tasas que pudieran aplicarse al OIC.

Al estar este ajuste ligado al saldo neto de suscripciones/reembolsos en el OIC, no puede predecirse con exactitud si el swing pricing será aplicable en algún momento dado del futuro. Por consiguiente, tampoco puede predecirse con exactitud la frecuencia a la que la Sociedad gestora deberá realizar tales ajustes, que no podrán sobrepasar determinado porcentaje del VL (véase el folleto). Se informa a los inversores que la volatilidad del VL del OIC podría no reflejar únicamente el de los títulos de los que son titulares en cartera debido a la aplicación del swing pricing.

- **REMUNERACIONES**

Las remuneraciones fijas y variables abonadas durante el ejercicio cerrado el 31/12/2018 por la Sociedad gestora a su personal, proporcionalmente a la inversión realizada en el marco de la actividad de gestión de las FIA, excluyendo la gestión de los OICVM y la gestión de los sub-mandatos, pueden obtenerse previa solicitud por correo al departamento jurídico de los OIC de Lazard Frères gestion y figuran en el informe anual de la empresa. El Grupo Lazard fija la dotación global de las remuneraciones variables en función de diferentes criterios, incluidos los resultados financieros del Grupo Lazard durante el año transcurrido, teniendo en cuenta los resultados. La Dirección General decide el importe total de las remuneraciones repartidas entre las remuneraciones fijas y variables, respetando la separación absoluta entre el componente fijo y el componente variable de la remuneración. El importe total de las remuneraciones variables se determinará teniendo en cuenta el conjunto de riesgos. El importe de la remuneración variable se individualiza a continuación y se determina en parte en función del rendimiento de cada Personal Identificado.

Población a 31/12/2018: Contratos de trabajo temporal e indefinidos de LFG y LFG-Bélgica
(Incluyendo becarios, aprendices y externos a LFG-Correduría)

Efectivo al 31-12-2018 LFG LFG-Bélgica	Remuneraciones fijas anuales 2018 en K€	Remuneración variable en 2018 (al contado y a plazos) en miles de euros
160	14.542	19.267

Personal identificado

Categoría	Número de empleados	Remuneraciones fijas y variables agregadas 2018 (incluido el diferido) en K€
Senior Management	3	3.958
Otros	47	18.457
Total	50	22.416

NB: los importes son importes no cargados.

• **INFORMACIÓN ADICIONAL**

El folleto completo del OIC y los últimos documentos anuales y periódicos se enviarán en el plazo de una semana previa solicitud por escrito del portador a:

LAZARD FRERES GESTION SAS
25, rue de Courcelles - 75008 PARÍS - Francia

www.lazardfreresgestion.fr

5. CERTIFICACIÓN DEL AUDITOR

LAZARD CREDIT FI

Fondo de Inversión Colectiva

Sociedad Gestora:
Lazard Frères Gestion SAS

25, rue de Courcelles
75008 París Francia

Informe del Auditor de Cuentas sobre las cuentas anuales

Ejercicio cerrado el 29 de marzo de 2019

A la atención de los titulares de participaciones del FIC LAZARD CREDIT FI

Opinión

En cumplimiento de la misión encomendada por la sociedad gestora, hemos realizado la auditoría de las cuentas anuales del organismo de inversión colectiva LAZARD CREDIT FI constituido en forma de fondo de inversión colectiva (FIC) relativas al ejercicio cerrado el 29 de marzo de 2019 tal como se adjuntan al presente informe.

Certificamos que las cuentas anuales son correctas y sinceras con arreglo a las normas y principios contables franceses, regulares y sinceras, y que dan una imagen fiel del resultado de las operaciones del ejercicio transcurrido, así como de la situación financiera y del patrimonio del FIC al término de este ejercicio.

Fundamento de la opinión sobre las cuentas anuales

Marco de la auditoría

Hemos realizado nuestra auditoría cumpliendo las normas del ejercicio profesional aplicables en Francia. Consideramos que los elementos

que hemos recogido son suficientes y adecuados para fundamentar nuestra opinión.

Las responsabilidades que nos incumben en virtud de esas normas quedan indicadas en el apartado «Responsabilidad del auditor con relación a las cuentas anuales» de este informe.

Independencia

Hemos llevado a cabo nuestro trabajo de auditoría de conformidad con las normas de independencia aplicables a nuestra profesión, del 31 de marzo de 2018 hasta la fecha de nuestro informe, y en particular, no hemos prestado ningún servicio prohibido por el código deontológico de la profesión de auditor de cuentas.

Justificación de las valoraciones

De conformidad con lo dispuesto en los artículos L.823-9 y R.823-7 del Código de Comercio francés relativos a la justificación de nuestras apreciaciones, les informamos de que nuestras apreciaciones, de acuerdo con nuestro juicio profesional, se han referido a la adecuación de los principios contables aplicados, en particular en cuanto se refiere a los instrumentos financieros en cartera y la presentación de las cuentas en su conjunto, con arreglo al plan contable de los organismos de inversión colectiva de capital variable.

Las apreciaciones aportadas según lo anterior se inscriben en el marco de la auditoría de cuentas anuales tomadas en conjunto y de la formación de nuestra opinión expresada anteriormente. No aportaremos ninguna opinión sobre elementos de dichas cuentas tomados aisladamente.

Comprobaciones del informe de gestión elaborado por la sociedad gestora

Así mismo, de conformidad con las normas de la profesión aplicables en Francia, hemos procedido a las comprobaciones específicas que contempla la ley.

No formulamos ninguna observación en cuanto a la sinceridad y la concordancia de las cuentas anuales con la información comunicada en el informe de gestión elaborado por la sociedad gestora.

Responsabilidades de la sociedad gestora respecto a las cuentas anuales

Es responsabilidad de la sociedad gestora elaborar cuentas anuales que presenten una imagen fiel, conforme a las normas y principios contables franceses, y establecer el control interno que considere necesario para la elaboración de cuentas anuales sin anomalías significativas, ya sea por fraude o por error.

En la elaboración de las cuentas anuales, es responsabilidad de la sociedad gestora evaluar la capacidad del FIC para proseguir con su actividad, presentar en las cuentas, cuando corresponda, la información necesaria relacionada con la continuidad de las actividades y aplicar la política contable de continuidad de la actividad, salvo cuando se prevea liquidar el FIC o el cese de su actividad.

Las cuentas anuales han sido elaboradas por la sociedad gestora

Responsabilidades del auditor de cuentas respecto a la auditoría de las cuentas anuales

La elaboración de un informe sobre las cuentas anuales es responsabilidad nuestra. Nuestro objetivo es obtener la seguridad razonable de la inexistencia de anomalías significativas en las cuentas anuales en su conjunto.

La seguridad razonable corresponde a un grado elevado de seguridad, pese a que no garantiza que una auditoría realizada conforme a las normas vigentes en la profesión permita detectar de forma sistemática cualquier anomalía significativa. Las anomalías pueden estar causadas por fraude o errores y se consideran significativas cuando es razonable esperar que influyan, de manera individual o acumulada, en las decisiones económicas que tomen los usuarios de las cuentas si se basan en las mismas.

Tal como dispone el artículo L. 823-10-1 del Código de Comercio francés, nuestra misión de certificación las cuentas no es garantizar la viabilidad o calidad de la gestión de su FIC.

En una auditoría realizada conforme a las normas de ejercicio profesional aplicables en Francia, el auditor de cuentas expresa su opinión profesional en toda la auditoría. Además:

- identifica y valora los riesgos de anomalías significativas en las cuentas anuales, que dichas anomalías procedan del fraude o de errores, define y pone en práctica procedimientos de auditoría frente a dichos riesgos, y recopila los elementos que considera suficientes y apropiados para fundamentar su opinión. El riesgo de que no se detecte una anomalía significativa derivada por fraude es mayor que el de una anomalía significativa debida a un error, pues el fraude puede implicar colusión, falsificación, omisiones voluntarias, falsas declaraciones o elusión del control interno;
- toma conocimiento del control interno pertinente para la auditoría, con el objeto de definir procedimientos de auditoría apropiados teniendo en cuenta las circunstancias, y no con el objeto de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno;
- Valora el carácter apropiado de los métodos contables utilizados, y el carácter razonable de las estimaciones contables realizadas por la sociedad gestora, así como la información al respecto proporcionada en las cuentas anuales.

- valora el carácter apropiado de la aplicación por la sociedad gestora del convenio contable de continuidad de explotación y, según los elementos recopilados, la existencia o no de una incertidumbre significativa vinculada a acontecimientos o circunstancias susceptibles de poner en duda la posibilidad de que el FIC continúe su explotación. Esta evaluación se respalda en los elementos recopilados hasta la fecha de su informe, recordándose no obstante que circunstancias o acontecimientos posteriores podrían poner en duda la continuidad de la explotación. Si llega a la conclusión de que existe una incertidumbre significativa, advierte a los lectores de su informe acerca de la información proporcionada en las cuentas anuales en relación con esa incertidumbre o, si esa información no fuera proporcionada o no fuera pertinente, formula una certificación con reservas o una negativa a certificar;
- valora la presentación del conjunto de las cuentas anuales y si reflejan o no las operaciones y acontecimientos subyacentes, de manera a proporcionar una imagen fiel de los mismos.

París La Défense, a 21 de junio de 2019

Le Commissaire aux Comptes

Deloitte & Associés



Olivier GALLENNE

6. CUENTAS ANUALES

• **BALANCE en EUR**

ACTIVO

	29/03/2019	29/03/2018
Inmovilizado neto		
Depósitos		
Instrumentos financieros	753.707.783,48	761.184.562,51
Acciones y valores asimilados		
Negociados en un mercado reglamentado o asimilado		
No negociados en un mercado reglamentado o asimilado		
Obligaciones y valores asimilados	744.061.891,10	732.577.444,59
Negociados en un mercado reglamentado o asimilado	744.061.891,10	732.577.444,59
No negociados en un mercado reglamentado o asimilado		
Títulos de deuda		
Negociados en un mercado regulado o asimilado		
Títulos de deuda negociables		
Otros títulos de deuda		
No negociados en un mercado regulado o asimilado		
Organismos de inversión colectiva	9.645.892,38	26.769.429,49
OICVM y FIA de carácter general destinados a los no profesionales y equivalentes de otros países	9.645.892,38	26.769.429,49
Otros Fondos destinados a no profesionales y equivalentes de otros países Estados miembros de la UE		
Fondos profesionales de carácter general y equivalentes en otros Estados miembros de la UE e instituciones de titulización cotizadas		
Otros fondos de inversión profesionales y equivalentes de otros Estados miembros de la UE e instituciones de titulización no cotizadas		
Otros organismos no europeos		
Operaciones temporales con valores		
Créditos por títulos recibidos con pacto de recompra		
Créditos representativos de títulos prestados		
Títulos tomados en préstamo		
Valores entregados con pacto de recompra		
Otras operaciones temporales		
Instrumentos financieros a plazo		1.837.688,43
Operaciones en un mercado regulado o equivalente		1.837.688,43
Otras operaciones		
Otros instrumentos financieros		
Créditos	281.751.279,31	247.546.210,92
Operaciones a plazo sobre divisas	263.596.052,44	242.462.680,37
Otras	18.155.226,87	5.083.530,55
Cuentas financieras	40.133.453,12	32.422.758,88
Efectivo	40.133.453,12	32.422.758,88
Total del activo	1.075.592.515,91	1.041.153.532,31

PASIVO

	29/03/2019	29/03/2018
Capitales propios		
Capital	787.482.639,49	750.667.663,94
Plusvalías y minusvalías netas anteriores no distribuidas (a)		
Remanente (a)	900,93	2.913,94
Plusvalías y minusvalías netas del ejercicio (a, b)	-26.740.001,58	16.768.692,06
Resultado del ejercicio (a, b)	30.644.549,87	22.669.257,72
Total de fondos propios (= Importe representativo del patrimonio)	791.388.088,71	790.108.527,66
Instrumentos financieros		1.837.686,54
Operaciones de cesión de instrumentos financieros		
Operaciones temporales con títulos		
Deudas representativas de títulos cedidos con pacto de recompra		
Deudas representativas de títulos tomados en préstamo		
Otras operaciones temporales		
Instrumentos financieros a plazo		1.837.686,54
Operaciones en un mercado regulado o equivalente		1.837.686,54
Otras operaciones		
Deudas	284.204.427,20	249.207.318,11
Operaciones a plazo sobre divisas	266.476.029,90	243.248.046,57
Otras	17.728.397,30	5.959.271,54
Cuentas financieras		
Préstamos bancarios corrientes		
Préstamos		
Total del pasivo	1.075.592.515,91	1.041.153.532,31

(a) Incluidas cuentas de regularización

(b) Reducción de las cantidades abonadas a cuenta del ejercicio

• FUERA DE BALANCE en EUR

	29/03/2019	29/03/2018
Operaciones de cobertura		
Compromiso en mercados regulados o asimilados		
Contratos futuros		
CBO TU CBOT UST 0618		25.931.135,02
EUR XEUR FGBX B 0618		8.269.000,00
TY CBOT YST 1 0618		19.700.065,05
XEUR FGBL BUN 0618		79.715.000,00
Compromiso en el mercado de contratación directa		
Otros compromisos		
Otras operaciones		
Compromiso en mercados regulados o asimilados		
Compromiso en el mercado de contratación directa		
Otros compromisos		

• CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS en EUR

	29/03/2019	29/03/2018
Ingresos de operaciones financieras		
Ingresos de depósitos y cuentas financieras		
Ingresos de acciones y valores asimilados		
Ingresos de obligaciones y valores asimilados	34.635.324,10	28.198.411,88
Ingresos de títulos de deuda		
Ingresos de operaciones de financiación de valores		1.896,15
Ingresos de instrumentos financieros a plazo		
Otros ingresos financieros		
Total (1)	34.635.324,10	28.200.308,03
Gastos de operaciones financieras		
Gastos de operaciones de financiación de valores	10.568,99	403,98
Gastos de instrumentos financieros a plazo		
Gastos de deudas financieras	9.096,75	11.729,30
Otros gastos financieros		
Total (2)	19.665,74	12.133,28
Resultado de operaciones financieras (1-2)	34.615.658,36	28.188.174,75
Otros ingresos (3)		
Gastos de gestión y dotaciones para amortizaciones (4)	3.467.764,41	8.237.809,86
Resultado neto del ejercicio (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)	31.147.893,95	19.950.364,89
Regularización de los ingresos del ejercicio (5)	-503.344,08	2.718.892,83
Pagos a cuenta realizados en concepto del ejercicio (6)		
Resultado (1 - 2 + 3 - 4 + 5 - 6)	30.644.549,87	22.669.257,72

REGLAS Y MÉTODOS CONTABLES

Las cuentas anuales se presentan en el formato que contempla el reglamento ANC n° 2014-01 modificado.

Se aplican los principios generales de la contabilidad:

- imagen fiel, comparabilidad, continuidad de la actividad,
- regularidad, sinceridad,
- prudencia,
- permanencia de los métodos de un ejercicio a otro.

El modo de contabilización elegido para el registro de los ingresos de los títulos de renta fija es el de los intereses cobrados.

Las entradas y las cesiones de títulos se contabilizan con gastos excluidos.

La divisa de referencia de la contabilidad de la cartera es el EURO.

La duración del ejercicio es de 12 meses.

Reglas de valoración de los activos

Los instrumentos financieros y valores negociados en un mercado regulado se valoran por el precio de mercado.

- **Los instrumentos del tipo «acciones y valores asimilados»** se valoran por el último precio conocido en su mercado principal.

En su caso, los precios se convierten en euros al tipo de cambio de París del día de valoración (fuente: WM Closing).

- **Instrumentos financieros de renta fija:**

Los instrumentos de renta fija se valoran esencialmente a precio de mercado (mark-to-market), sobre la base de los precios publicados en Bloomberg (BGN)® a partir de medias proporcionadas, o de proveedores de precios directamente.

Puede existir una diferencia entre los valores del balance conforme a la valoración arriba indicada y los precios a los que se realizarían efectivamente las cesiones si se liquidara una parte de estos activos en cartera.

- Los instrumentos del tipo «obligaciones y asimilados» se valoran por la media de los precios recopilados ante distintos proveedores de precios al final del día.

Los instrumentos financieros para los que no se ha registrado una cotización el día de valoración o cuya cotización se ha corregido se valoran por su valor probable de negociación bajo la responsabilidad de la sociedad de gestión del fondo.

Estas valoraciones y su justificación se comunican al auditor cuando efectúa sus controles.

No obstante, los siguientes instrumentos se valoran según los métodos específicos que se indican a continuación:

- **Instrumentos de tipos «títulos de deuda negociables»:**

- **Con una vida residual superior a 3 meses:**

Los títulos de deuda negociables que sean objeto de transacciones significativas se valoran al precio de mercado.

Si no hay transacciones significativas, se valoran aplicando un método actuarial, mediante un tipo de referencia ajustado en su caso por un margen representativo de las características intrínsecas del emisor.

Tipo de referencia	
Títulos de deuda negociables en euros	Títulos de deuda negociables en divisas
EURIBOR, Swaps OIS y Btf - 3 - 6 - 9 - 12 meses Btan - 18 meses, 2 - 3 - 4 - 5 años	Principales tipos oficiales de los países correspondientes.

- **Con una vida residual igual o inferior a 3 meses:**

Los títulos de deuda negociables con una vida residual igual o inferior a 3 meses se valoran de manera lineal. No obstante, en caso de sensibilidad particular de algunos de estos títulos al mercado, no se aplicará este método.

○ **OIC:**

Las participaciones o acciones de instituciones de inversión colectiva se valoran por el valor liquidativo más reciente.

Las participaciones o acciones de instituciones de inversión colectiva cuyo valor liquidativo se publica mensualmente podrán valorarse sobre la base de valores liquidativos intermedios calculados a partir de precios estimados.

○ **Adquisiciones/Cesiones temporales de valores:**

Los títulos con pacto de retroventa se valoran a partir del precio del contrato, mediante la aplicación de un método actuarial, utilizando un tipo de referencia (EONIA día a día, tipos interbancarios a 1 o 2 semanas, EURIBOR 1 a 12 meses), correspondiente a la duración del contrato.

Las garantías recibidas o dadas en forma financiera en las operaciones temporales sobre títulos (préstamos/empréstitos de títulos, efectivo, operaciones repo) se registran en el activo, en la sección «Liquidez».

Los valores entregados en operaciones repo se continúan valorando a su precio de mercado. La deuda representativa de los valores entregados en operaciones repo se calcula conforme al mismo método que el utilizado para los valores recibidos en operaciones repo.

○ **Operaciones con contratos de futuros y opciones:**

Las operaciones con contratos de futuros y opciones se valoran en función de un precio de la sesión en el que la hora considerada se establece con base a la utilizada para valorar los instrumentos subyacentes.

Las posiciones tomadas en contratos a plazo y opciones y operaciones a plazo negociadas en mercados extrabursátiles se valoran al precio de mercado o al equivalente del activo subyacente.

➤ **Instrumentos financieros y valores no negociados en un mercado regulado**

Todos los instrumentos financieros del OIC se negocian en mercados regulados.

➤ **Método de valoración de los compromisos fuera de balance**

Las operaciones fuera de balance se valoran conforme al valor de compromiso.

El valor de compromiso para los contratos a plazo en firme es igual a la cotización (en la divisa del FIC) multiplicada por el número de contratos multiplicado por el nominal.

El valor de compromiso para las operaciones condicionales es igual a la cotización del título subyacente (en la divisa del FIC) multiplicada por el número de contratos multiplicado por el delta multiplicado por el nominal del subyacente.

El valor de compromiso para los contratos de cambio es igual al importe nominal del contrato (en la divisa del FIC).

SWING PRICING

La sociedad gestora ha puesto en marcha un mecanismo de ajuste del valor liquidativo del OIC (swing pricing) con un umbral de activación desde el 2 de noviembre de 2016.

Dicho mecanismo consiste en hacer soportar a los inversores, en los movimientos de suscripciones y reembolsos significativos, el coste de reorganización de la cartera vinculado a las transacciones de inversión o desinversión que puedan proceder de los gastos de transacciones, las horquillas de compra-venta, y las tasas o impuestos aplicables al OIC.

Cuando el saldo neto de las órdenes netas de suscripciones y reembolsos de los inversores es superior a un umbral predeterminado, denominado umbral de activación, se procede a un ajuste del valor liquidativo. El valor liquidativo se ajusta al alza o a la baja si el saldo de suscripciones y reembolsos es positivo o negativo respectivamente para tener en cuenta los costes de reajuste imputables a las órdenes de suscripción y reembolsos netas.

El umbral de activación se expresa en % del activo neto del OIC.

Esta información está a disposición de los partícipes en el folleto de OIC, disponible en la sede de la sociedad gestora, y en su sitio web www.assetmanagement.hsbc.com/fr.

Gastos de gestión

Los gastos de gestión se calculan en cada valoración.

El porcentaje anual de los gastos de gestión se aplica al activo bruto (igual al activo neto antes de la deducción de los gastos de gestión del día), menos los OIC gestionados por Lazard Frères Gestion SAS según la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{Activo bruto - OIC Lazard Frères Gestion} \times \text{porcentaje de los gastos de funcionamiento y gestión} \times \text{número de días entre el VL calculado y el VL anterior}}{365 \text{ (o 366 los años bisiestos)}}$$

El importe se registra en la cuenta de pérdidas y ganancias del FIC íntegramente abonado a la sociedad gestora. La sociedad gestora realiza el pago de los gastos de funcionamiento, en particular:

- . los de gestión financiera;
- . los de gestión administrativa y contable;
- . los de la prestación del depositario;
- . los demás gastos de funcionamiento:
 - los honorarios de auditoría;
 - los de publicaciones legales (Balo, Petites Affiches, etc.) en su caso.

Estos gastos no incluyen los gastos de transacción. Los gastos se desglosan de la siguiente manera, según las modalidades previstas en el reglamento:

<i>Gastos facturados al fondo</i>	<i>Base</i>	<i>Porcentaje/importe</i>
Gastos de gestión financiera	Activo neto excluidos los OIC gestionados por Lazard Frères Gestion	Participación IVC: 0,265% IVA incluido (Tipo máximo) Participación RC: 0,965% IVA incluido (Tipo máximo) Participación IC: 0,665% IVA incluido (Tipo máximo) Participación IC USD: 0,715% IVA incluido (Tipo máximo) Participación IVD: 0,265% IVA incluido (Tipo máximo) Participación IC H-CHF: 0,715% IVA incluido (Tipo máximo) Participación RD: 0,965% IVA incluido (Tipo máximo) Participación ID: 0,665% IVA incluido (Tipo máximo) Participación TC: 0,665% IVA incluido (Tipo máximo)
Gastos administrativos externos a la sociedad de gestión	Patrimonio	Participaciones IVC, IC, ID, RC, RD, IC USD, IVD, TC y IC H-CHF: 0,035% IVA incluido (Tipo máximo)
Comisiones de movimiento (IVA incluido)	N.A.	Ninguna
Comisión de rentabilidad (Participaciones IVC, RC, TC y IVD) *	Valor liquidativo de cada participación x número de participaciones	30% de la rentabilidad por encima de Eonia +3%. Esta comisión se limitará a un 2%.*

El modo de cálculo del importe de las retrocesiones se define en los contratos de comercialización.

- Si el importe calculado es significativo, se dota una provisión en la cuenta 617.
- El importe definitivo se contabiliza en el momento del pago de las facturas, después de revertir las provisiones, en su caso.

Asignación de las cantidades distribuibles

Definición de las cantidades distribuibles:

Las cantidades distribuibles están compuestas por:

El resultado:

El resultado neto del ejercicio es igual al importe de los intereses, intereses de demora, primas y premios,

dividendos, dietas de asistencia así como cualesquiera otros ingresos relativos a los títulos que componen la cartera, más los ingresos de las cantidades temporalmente disponibles, menos el importe de los gastos de gestión y los costes de los préstamos.

Se suma el remanente de ejercicios anteriores más/menos el saldo de la cuenta de periodificación de los ingresos.

Las plusvalías y minusvalías:

Las plusvalías realizadas, netas de gastos, menos las minusvalías realizadas, netas de gastos, registradas durante el ejercicio, más las plusvalías netas de la misma naturaleza registradas en ejercicios anteriores que no hayan sido objeto de distribución o capitalización más/menos el saldo de la cuenta de periodificación de las plusvalías.

Modalidades de asignación de las cantidades distribuibles:

<i>Cantidades Distribuibles</i>	<i>Participaciones IVC, RC, IC, IC USD, IC H-CHF y TC</i>	<i>Participaciones RD, ID e IVD</i>
Asignación del resultado neto	Capitalización	distribución
Asignación de las plusvalías o minusvalías netas realizadas	Capitalización	capitalización y/o distribución y/o aplazamiento

• EVOLUCIÓN DEL ACTIVO NETO en EUR

	29/03/2019	29/03/2018
Activo neto al principio del ejercicio	790.108.527,66	487.010.285,62
Suscripciones (incluidas las comisiones de suscripción percibidas por el OIC)	381.681.857,99	528.706.651,34
Reembolsos (previa deducción de las comisiones de reembolso percibidas por el OIC)	-369.986.166,67	-253.089.994,70
Plusvalías realizadas en depósitos e instrumentos financieros	15.229.108,03	4.577.071,85
Minusvalías realizadas en depósitos e instrumentos financieros	-6.557.673,78	-317.969,33
Plusvalías realizadas en instrumentos financieros a plazo	32.858.057,88	14.265.764,48
Minusvalías realizadas en instrumentos financieros a plazo	-58.890.710,05	-14.783.960,64
Gastos de transacciones	-50.531,02	-41.595,09
Diferencias de cambio	16.411.717,96	-12.401.877,23
Variaciones de la diferencia de estimación de depósitos e instrumentos financieros	-40.327.646,70	19.737.824,05
Diferencia de estimación ejercicio N	5.211.309,50	45.538.956,20
Diferencia de estimación ejercicio N-1	-45.538.956,20	-25.801.132,15
Variaciones de la diferencia de estimación de los instrumentos financieros a plazo	1.837.686,54	-1.091.927,70
Diferencia de estimación ejercicio N		-1.837.686,54
Diferencia de estimación ejercicio N-1	1.837.686,54	745.758,84
Distribución del ejercicio anterior de plusvalías y minusvalías netas		
Distribución del ejercicio anterior del resultado	-2.074.033,08	-2.412.109,88
Resultado neto del ejercicio antes de la cuenta de periodificación	31.147.893,95	19.950.364,89
Anticipos pagados en el ejercicio a cuenta de plusvalías y minusvalías netas		
Anticipos pagados en el ejercicio a cuenta del resultado		
Otros elementos		
Activo neto al final del ejercicio	791.388.088,71	790.108.527,66

• **DESGLOSE POR NATURALEZA JURÍDICA O ECONÓMICA DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS**

	Importe	%
Activo		
Obligaciones y valores asimilados		
Obligaciones de tipo fijo negociadas en un mercado regulado o asimilado	688.142.425,00	86,95
Obligaciones de tipo VAR / REV negociadas en un mercado regulado o asimilado	38.698.990,85	4,89
Obligaciones convertibles negociadas en un mercado regulado o asimilado	17.220.475,25	2,18
Obligaciones y valores asimilados		
TOTAL Obligaciones y valores asimilados	744.061.891,10	94,02
Títulos de deuda		
Títulos de deuda		
TOTAL Títulos de deuda		
Pasivo		
Operaciones de cesión de instrumentos financieros		
Acciones y valores asimilados		
TOTAL Operaciones de cesión de instrumentos financieros		
Fuera de balance		
Operaciones de cobertura		
Acciones		
TOTAL Operaciones de cobertura Otras operaciones		
Acciones		
TOTAL Otras operaciones		

• **DESGLOSE POR NATURALEZA DE TIPOS DE PARTIDAS DE ACTIVO, PASIVO Y FUERA DE BALANCE**

	Tipo fijo	%	Tipo variable	%	Tipo revisable	%	Otros	%
Activo								
Depósitos								
Obligaciones y valores asimilados	685.940.409,91	86,68			55.919.466,10	7,07	2.202.015,09	0,28
Títulos de deuda								
Operaciones temporales con valores								
Cuentas financieras							40.133.453,12	5,07
Pasivo								
Operaciones temporales con valores								
Cuentas financieras								
Fuera de balance								
Operaciones de cobertura								
Otras operaciones								

• **DESGLOSE POR VENCIMIENTO RESIDUAL DE LAS PARTIDAS DE ACTIVO, PASIVO Y FUERA DE BALANCE**

	< 3 meses	%]3 meses - 1 año]	%]1 - 3 años]	%]3 - 5 años]	%	> 5 años	%
Activo										
Depósitos										
Obligaciones y valores asimilados					34.222.872,00	4,32	33.581.834,99	4,24	676.257.184,11	85,45
Títulos de deuda										
Operaciones temporales con títulos										
Cuentas financieras	40.133.453,12	5,07								
Pasivo										
Operaciones temporales con valores										
Cuentas financieras										
Fuera de balance										
Operaciones de cobertura										
Otras operaciones										

Las posiciones a plazo de tipos se presentan en función del vencimiento del subyacente.

• **DESGLOSE POR DIVISA DE COTIZACIÓN O EVALUACIÓN DE LAS PARTIDAS DE ACTIVO, PASIVO Y FUERA DE BALANCE**

	USD		DEM		GBP		Otras divisas	
	Importe	%	Importe	%	Importe	%	Importe	%
Activo								
Depósitos								
Acciones y valores asimilados								
Obligaciones y valores asimilados	194.754.061,88	24,61	2.126.053,90	0,27	54.875.089,39	6,93		
Títulos de deuda								
OIC	540.130,03	0,07						
Operaciones temporales con valores								
Créditos	15.030.545,45	1,90			2.368.339,99	0,30	165.739,11	0,02
Cuentas financieras	3.435.336,99	0,43			9.683.484,69	1,22		
Pasivo								
Operaciones de cesión de instrumentos financieros								
Operaciones temporales con títulos								
Deudas	210.592.312,24	26,61			66.623.475,89	8,42		
Cuentas financieras								
Fuera de balance								
Operaciones de cobertura								
Otras operaciones								

• CRÉDITOS Y DEUDAS: DESGLOSE POR NATURALEZA

	Naturaleza de débito/crédito	29/03/2019
Créditos	Compra a plazo de divisa	5.745.303,88
	Importes a cobrar por venta a plazo de divisas	257.850.748,56
	Ventas con pago diferido	16.276.707,37
	Suscripciones a recibir	212.857,80
	Cupones y dividendos en efectivo	796.054,38
	Garantías	869.607,32
Total de créditos		281.751.279,31
Deudas	Venta a plazo de divisas	260.751.093,36
	Fondos a abonar sobre compra a plazo de divisas	5.724.936,54
	Compras de pago diferido	16.464.694,77
	Reembolsos a pagar	941.750,52
	Gastos de gestión	306.930,78
	Gastos de gestión variable	12.527,46
	Garantías	2.493,77
Total de deudas		284.204.427,20

• **NÚMERO DE TÍTULOS EMITIDOS O REEMBOLSADOS**

	En participaciones	En importe
Participación IC USD		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	2.883,817	2.932.604,26
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-2.750,025	-2.849.193,54
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	133,792	83.410,72
Participación TC		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	125.846,391	24.152.431,02
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-71.669,197	-13.604.370,08
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	54.177,194	10.548.060,94
Participación IVC		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	15.333,617	222.296.894,36
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-14.577,196	-211.173.452,92
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	756,421	11.123.441,44
Participación IC H-CHF		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	265,000	234.424,42
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-1.087,000	-974.550,25
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	-822,000	-740.125,83
Participación RD		
Participaciones suscritas durante el ejercicio		
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio		
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos		
Participación IC		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	20.809,120	24.295.699,99
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-53.663,457	-63.027.254,86
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	-32.854,337	-38.731.554,87
Participación RC		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	112.860,563	36.739.246,70
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-168.255,425	-54.314.905,28
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	-55.394,862	-17.575.658,58
Participación ID		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	45.399,118	44.070.540,74
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio		
Saldo neto de suscripciones/reembolsos	45.399,118	44.070.540,74
Participación IVD		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	269.683,500	26.960.016,50
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-236.900,579	-24.042.439,74
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	32.782,921	2.917.576,76

- **COMISIONES DE SUSCRIPCIÓN Y/O REEMBOLSO**

	En importe
Participación TC	
Comisiones de reembolso percibidas	
Comisiones de suscripción percibidas	
Total de comisiones percibidas	
Participación IVC	
Comisiones de reembolso percibidas	
Comisiones de suscripción percibidas	
Total de comisiones percibidas	
Participación IC USD	
Comisiones de reembolso percibidas	
Comisiones de suscripción percibidas	
Total de comisiones percibidas	

- **COMISIONES DE SUSCRIPCIÓN Y/O REEMBOLSO**

	En importe
Participación IC H-CHF Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total de comisiones percibidas	
Participación IC Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total de comisiones percibidas	
Participación RD Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total de comisiones percibidas	
Participación ID Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total de comisiones percibidas	
Participación RC Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total de comisiones percibidas	
Participación IVD Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total de comisiones percibidas	

• **GASTOS DE GESTIÓN**

	29/03/2019
Participación IC USD	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	24.131,03
Porcentaje de gastos de gestión fijos	0,71
Gastos de gestión variables	
Retrocesiones de los gastos de gestión	
Participación IVC	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	1.359.954,57
Porcentaje de gastos de gestión fijos	0,28
Gastos de gestión variables	9.216,73
Retrocesión de los gastos de gestión	
Participación TC	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	183.999,06
Porcentaje de gastos de gestión fijos	0,66
Gastos de gestión variables	
Retrocesión de los gastos de gestión	
Participación RD	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	1,85
Porcentaje de gastos de gestión fijos	0,95
Gastos de gestión variables	
Retrocesión de los gastos de gestión	

- GASTOS DE GESTIÓN**

	29/03/2019
Participación IC H-CHF	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	5.304,55
Porcentaje de gastos de gestión fijos	0,72
Gastos de gestión variables	
Retrocesiones de los gastos de gestión	
Participación IC	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	692.362,82
Porcentaje de gastos de gestión fijos	0,66
Gastos de gestión variables	
Retrocesión de los gastos de gestión	
Participación ID	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	248.766,61
Porcentaje de gastos de gestión fijos	0,66
Gastos de gestión variables	
Retrocesión de los gastos de gestión	
Participación RC	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	756.604,07
Porcentaje de gastos de gestión fijos	0,95
Gastos de gestión variables	2.448,66
Retrocesión de los gastos de gestión	
Participación IVD	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	184.112,39
Porcentaje de gastos de gestión fijos	0,28
Gastos de gestión variables	862,07
Retrocesión de los gastos de gestión	

- COMPROMISOS RECIBIDOS Y CONTRAÍDOS**

Garantías recibidas por el OICVM

Ninguna.

Otros compromisos recibidos y/u otorgados

Ninguno.

• VALOR ACTUAL DE LOS TÍTULOS OBJETO DE UNA ADQUISICIÓN TEMPORAL

	29/03/2019
Títulos adquiridos con pacto de recompra	
Títulos tomados en préstamo	

• VALOR ACTUAL DE LOS TÍTULOS CONSTITUTIVOS DE DEPÓSITOS DE GARANTÍA

	29/03/2019
Instrumentos financieros dados en garantía y mantenidos en su partida de origen	
Instrumentos financieros recibidos como garantía y no inscritos en el balance	

• INSTRUMENTOS FINANCIEROS DEL GRUPO POSÉIDOS EN CARTERA

	Códigos ISIN	Denominaciones	29/03/2019
Acciones			
Obligaciones			
TCN			
OIC			9.645.892,38
	FR0010952788	LAZARD CAPITAL FI IC	6.521.235,35
	FR0013072733	LAZARD CAPITAL FI IC USD	540.130,03
	FR0013314440	LAZARD GLOBAL HYBRID BONDS E	2.584.527,00
Instrumentos financieros a plazo			

• **TABLA DE ASIGNACIÓN DE LA CUOTA DE LAS CANTIDADES DISTRIBUIBLES CORRESPONDIENTE AL RESULTADO**

	29/03/2019	29/03/2018
Saldos pendientes de asignación		
Remanente de ejercicios anteriores	900,93	2.913,94
Resultado	30.644.549,87	22.669.257,72
Total	30.645.450,80	22.672.171,66

	29/03/2019	29/03/2018
Participación TC		
Asignación		
Distribución		
Remanente del ejercicio		
Capitalización	1.246.125,50	111.819,00
Total	1.246.125,50	111.819,00

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IVC		
Asignación		
Distribución		
Remanente del ejercicio		
Capitalización	18.844.041,19	13.319.029,26
Total	18.844.041,19	13.319.029,26

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IC USD		
Asignación		
Distribución		
Remanente del ejercicio		
Capitalización	91.713,00	81.808,73
Total	91.713,00	81.808,73

	29/03/2019	29/03/2018
Participación RD		
Asignación		
Distribución	6,54	0,34
Remanente del ejercicio		
Capitalización		
Total	6,54	0,34
Información sobre las participaciones que dan derecho a distribución		
Número de participaciones	1,000	1,000
Distribución unitaria	6,54	0,34
Crédito fiscal		
Crédito fiscal asociado a la distribución del resultado		

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IC H-CHF		
Asignación		
Distribución		
Remanente del ejercicio		
Capitalización	5.860,92	32.576,75
Total	5.860,92	32.576,75

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IC		
Asignación		
Distribución		
Remanente del ejercicio		
Capitalización	3.546.099,13	4.872.244,37
Total	3.546.099,13	4.872.244,37

	29/03/2019	29/03/2018
Participación RC		
Asignación		
Distribución		
Remanente del ejercicio		
Capitalización	2.254.269,40	2.240.270,36
Total	2.254.269,40	2.240.270,36

	29/03/2019	29/03/2018
Participación ID		
Asignación		
Distribución	1.824.119,01	22.670,82
Remanente del ejercicio	10,86	56,53
Capitalización		
Total	1.824.129,87	22.727,35
Información sobre las participaciones que dan derecho a distribución		
Número de participaciones	51.412,599	6.013,481
Distribución unitaria	35,48	3,77
Crédito fiscal		
Crédito fiscal asociado a la distribución del resultado		

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IVD		
Asignación		
Distribución	2.829.830,16	1.991.297,85
Remanente del ejercicio	3.375,09	397,65
Capitalización		
Total	2.833.205,25	1.991.695,50
Información sobre las participaciones que dan derecho a distribución		
Número de participaciones	683.533,854	650.750,933
Distribución unitaria	4,14	3,06
Crédito fiscal		
Crédito fiscal asociado a la distribución del resultado		

• **TABLA DE ASIGNACIÓN DE LA CUOTA DE LAS CANTIDADES DISTRIBUIBLES CORRESPONDIENTE A LAS PLUSVALÍAS Y MINUSVALÍAS NETAS**

	29/03/2019	29/03/2018
Saldos pendientes de asignación		
Plusvalías y minusvalías netas anteriores no distribuidas		
Plusvalías y minusvalías netas del ejercicio	-26.740.001,58	16.768.692,06
Pagos a cuenta de plusvalías y minusvalías netas del ejercicio		
Total	-26.740.001,58	16.768.692,06

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IVC		
Asignación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	-16.046.591,45	10.319.654,63
Total	-16.046.591,45	10.319.654,63

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IC USD		
Asignación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	206.524,12	-264.104,38
Total	206.524,12	-264.104,38

	29/03/2019	29/03/2018
Participación TC		
Asignación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	-1.168.614,16	189.530,23
Total	-1.168.614,16	189.530,23

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IC		
Asignación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	-3.325.525,32	3.078.482,53
Total	-3.325.525,32	3.078.482,53

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IC H-CHF		
Asignación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	4.645,48	-49.427,22
Total	4.645,48	-49.427,22

	29/03/2019	29/03/2018
Participación RD		
Asignación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	-6,66	
Total	-6,66	

	29/03/2019	29/03/2018
Participación RC		
Asignación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	-2.291.186,79	1.942.162,52
Total	-2.291.186,79	1.942.162,52

	29/03/2019	29/03/2018
Participación ID		
Asignación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	-1.710.023,55	-8,11
Total	-1.710.023,55	-8,11

	29/03/2019	29/03/2018
Participación IVD		
Asignación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	-2.409.223,25	1.552.401,86
Total	-2.409.223,25	1.552.401,86

• **TABLA DE RESULTADOS Y OTROS ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS DE LA ENTIDAD DURANTE LOS CINCO ÚLTIMOS EJERCICIOS**

	31/03/2015	31/03/2016	31/03/2017	29/03/2018	29/03/2019
Activo neto Global en EUR	370.353.227,24	391.862.987,64	487.010.285,62	790.108.527,66	791.388.088,71
LAZARD CREDIT FI - IC USD					
Activo neto en USD		446.767,73	3.333.730,10	2.789.534,91	2.992.923,47
Número de títulos		450,000	3.011,000	2.326,298	2.460,090
Valor liquidativo unitario en USD		992,81	1.107,18	1.199,13	1.216,59
Capitalización unitaria de plusvalías y minusvalías netas en EUR		-32,64	83,09	-113,52	83,94
Capitalización unitaria en EUR del resultado		5,65	41,21	35,16	37,28
LAZARD CREDIT FI IVC					
Activo neto en EUR	185.007.122,11	191.590.846,66	283.890.266,77	463.251.069,55	470.041.174,27
Número de títulos	13.788,022	14.884,456	20.190,879	31.317,756	32.074,177
Valor liquidativo unitario en EUR	13.417,95	12.871,87	14.060,32	14.791,96	14.654,81
Capitalización unitaria de plusvalías y minusvalías netas en EUR	-270,06	160,40	24,31	329,51	-500,29
Capitalización unitaria en EUR del resultado	276,98	549,12	498,86	425,28	587,51
LAZARD CREDIT FI TC					
Activo neto en EUR				24.048.051,66	34.189.540,94
Número de títulos				123.012,889	177.190,083
Valor liquidativo unitario en EUR				195,49	192,95
Capitalización unitaria de plusvalías y minusvalías netas en EUR				1,54	-6,59
Capitalización unitaria en EUR del resultado				0,90	7,03
LAZARD CREDIT FI RD					
Activo neto en EUR				198,67	195,22
Número de títulos				1,000	1,000
Valor liquidativo unitario en EUR				198,67	195,22
Capitalización unitaria de plusvalías y minusvalías netas en EUR					-6,66
Distribución unitaria en EUR del resultado				0,34	6,54

* El crédito fiscal unitario no se determinará hasta la fecha de distribución, de conformidad con las disposiciones fiscales en vigor.

• **TABLA DE RESULTADOS Y OTROS ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS DE LA ENTIDAD DURANTE LOS CINCO ÚLTIMOS EJERCICIOS**

	31/03/2015	31/03/2016	31/03/2017	29/03/2018	29/03/2019
Activo neto Global en EUR	370.353.227,24	391.862.987,64	487.010.285,62	790.108.527,66	791.388.088,71
LAZARD CREDIT FI - IC H-CHF					
Activo neto en CHF			107.228,24	1.058.668,75	186.027,75
Número de títulos			107,000	1.001,000	179,000
Valor liquidativo unitario en CHF			1.002,13	1.057,61	1.039,26
Capitalización unitaria de plusvalías y minusvalías netas en EUR			-0,15	-49,37	25,95
Capitalización unitaria en EUR del resultado			1,52	32,54	32,74
LAZARD CREDIT FI IC					
Activo neto en EUR	62.071.930,20	73.325.714,11	65.281.670,99	137.963.655,96	97.293.173,26
Número de títulos	57.645,335	71.220,341	57.678,866	115.070,427	82.216,090
Valor liquidativo unitario en EUR	1.076,79	1.029,56	1.131,81	1.198,94	1.183,38
Capitalización unitaria de plusvalías y minusvalías netas en EUR	-21,67	12,85	1,93	26,75	-40,44
Capitalización unitaria en EUR del resultado	36,26	39,98	47,11	42,34	43,13
LAZARD CREDIT FI ID					
Activo neto en EUR				5.946.290,56	49.983.520,86
Número de títulos				6.013,481	51.412,599
Valor liquidativo unitario en EUR				988,82	972,20
Capitalización unitaria de plusvalías y minusvalías netas en EUR					-33,26
Distribución unitaria en EUR del resultado				3,77	35,48
Remanente unitario en EUR del resultado					*
LAZARD CRÉD FI RC					
Activo neto en EUR	91.166.077,68	83.423.166,00	73.476.362,15	86.369.120,72	66.971.421,51
Número de títulos	300.659,242	288.759,418	232.622,603	261.128,837	205.733,975
Valor liquidativo unitario en EUR	303,22	288,90	315,86	330,75	325,52
Capitalización unitaria de plusvalías y minusvalías netas en EUR	-6,10	3,61	0,55	7,43	-11,13
Capitalización unitaria en EUR del resultado	4,24	10,35	11,49	8,57	10,95

* El crédito fiscal unitario no se determinará hasta la fecha de distribución, de conformidad con las disposiciones fiscales

en vigor.

• **TABLA DE RESULTADOS Y OTROS ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS DE LA ENTIDAD DURANTE LOS CINCO ÚLTIMOS EJERCICIOS**

	31/03/2015	31/03/2016	31/03/2017	29/03/2018	29/03/2019
Activo neto Global en EUR	370.353.227,24	391.862.987,64	487.010.285,62	790.108.527,66	791.388.088,71
LAZARD CREDIT FI IVD					
Activo neto en EUR	32.108.097,24	43.131.204,59	61.144.877,42	69.363.020,31	70.077.236,08
Número de títulos	300.000,000	430.006,000	581.037,469	650.750,933	683.533,854
Valor liquidativo unitario en EUR	107,02	100,30	105,23	106,58	102,52
Capitalización unitaria de plusvalías y minusvalías netas en EUR	-2,15	1,25	0,20	2,38	-3,52
Distribución unitaria en EUR del resultado	2,42	4,29	4,00	3,06	4,14
Remanente unitario en EUR del resultado					*

* El crédito fiscal unitario no se determinará hasta la fecha de distribución, de conformidad con las disposiciones fiscales en vigor.

• INVENTARIO en EUR

Designación de los valores	Divisa	Cantidad Número o nominal	Valor actual Neto	% Activo Neto
Obligaciones y valores asimilados				
Obligaciones y valores asimilados negociados en un mercado regulado o asimilado				
ALEMANIA				
CMZB FRANCFORT 1.0% 04-03-26	EUR	9.000.000	8.975.181,15	1,13
COMMERZBANK AG 8.125% 19/09/2023	USD	6.250.000	6.365.186,95	0,80
DEUT P CMS10R+0.025% 31-12-99	EUR	1.000.000	697.940,00	0,09
DEUTSCHE BANK AG ZCP 28-10-26	DEM	5.000.000	2.126.053,90	0,27
DEUTSCHE BANK 4.296% 05/28	USD	4.000.000	3.341.513,71	0,42
DEUTSCHE BK 1,875% 14/02/2022	EUR	10.000.000	10.188.871,23	1,29
DEUTSCHE BK 4.5% 01/04/2025	USD	3.000.000	2.570.659,48	0,32
DEUTSCHE PFANDBRIEFBANK AG 4.6% 22-02-27	EUR	4.000.000	4.321.660,27	0,55
IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG 4.0% 31-01-28	EUR	2.500.000	2.426.987,33	0,31
TOTAL ALEMANIA			41.014.054,02	5,18
AUSTRIA				
ERST GROU BA 8.875% PERP EMTN	EUR	2.200.000	2.603.689,79	0,33
UNIQA INSURANCE 6.875% 31/07/2043	EUR	5.500.000	6.648.769,93	0,84
TOTAL AUSTRIA			9.252.459,72	1,17
BÉLGICA				
AGSBB 3 1/2 06/30/47	EUR	3.000.000	3.186.437,26	0,40
FORTIS BK TV07-191272 CV	EUR	23.000.000	17.220.475,25	2,17
KBC GROUPE SA FIX PERP EMTN	EUR	4.600.000	4.630.149,00	0,59
TOTAL BÉLGICA			25.037.061,51	3,16
DINAMARCA				
DANBNK 5 3/4 10/31/49	EUR	6.000.000	6.183.588,79	0,78
DANSKE BA 5.875% PERP EMTN	EUR	6.500.000	6.830.651,07	0,86
DANSKE BANK AS 6.125% HYB FIX/VAR PERP	USD	10.000.000	8.334.956,19	1,05
DANSKE BK 1.625% 15-03-24 EMTN	EUR	2.700.000	2.703.993,79	0,34
DANSKE BK 2.5% 21/06/2029 EMTN	EUR	1.800.000	1.806.576,16	0,23
DANSKE BK 5.375% 12-01-24	USD	3.000.000	2.809.495,19	0,36
JYSKE BANK DNK 2.25% 05-04-29	EUR	4.000.000	4.093.380,27	0,52
TOTAL DINAMARCA			32.762.641,46	4,14
ESPAÑA				
ABANCA CORPORACION BANCARIA 6.125% 18-01-29	EUR	12.800.000	13.048.419,95	1,65
B BILB VIZC ARGE 6.75% PERP	EUR	2.400.000	2.484.727,42	0,31
BANC BILB VIZC AR 8.875% PERP	EUR	3.000.000	3.364.467,50	0,43
BANC DE 5.625% 06-05-26 EMTN	EUR	9.500.000	10.563.242,60	1,33
BANCO DE SABADELL 5,375% 12/12/2028	EUR	14.500.000	15.159.545,41	1,93
BANKIA SA 3.75% 15-02-29 EMTN	EUR	3.900.000	3.939.296,51	0,50
BANKIA SA 6.0% PERP	EUR	7.400.000	7.355.328,67	0,93
BANKINTERSA 2.5% 06-04-27	EUR	10.700.000	11.152.139,49	1,41
BANKINTERSA 8.625% PERP	EUR	2.000.000	2.256.912,08	0,29
BBVA 2.575% 22/02/2029 EMTN	EUR	3.500.000	3.561.324,79	0,45
BBVA 3.5% 10/02/2027	EUR	4.000.000	4.357.001,64	0,55
BBVA 5.875% PERP	EUR	8.200.000	8.006.453,93	1,01
BBVA 6.0% PERP	EUR	6.000.000	5.949.673,04	0,75
BMARE 9 11/16/26	EUR	5.800.000	7.028.908,77	0,89

Designación de los valores	Divisa	Cantidad Número o nominal	Valor actual	% Activo Neto
CAIXA TERRASSA SOCIETAT DE PARTICIPACION 0.00010% PERP	EUR	752.000	536.804,34	0,07
CAIXABANK SA 2.75% 14-07-28	EUR	14.000.000	14.486.776,16	1,83
CAIXABANK SA 6.75% PERP	EUR	4.000.000	4.179.793,91	0,53
CAIXABANK 2.25% 17/04/1930 EMTN	EUR	5.500.000	5.410.269,38	0,68
IBERCAJA 5.0% 28-07-25	EUR	6.000.000	6.351.855,62	0,80
IBERCAJA 7.0% PERP	EUR	5.200.000	5.164.911,56	0,65
LIBERBANK SA 6.875% 14-03-27	EUR	7.400.000	7.922.654,52	1,00
MAPFRE SA 4.375% 31-03-47	EUR	1.500.000	1.597.018,61	0,20
SABSM 1 5/8 03/07/24	EUR	3.000.000	3.057.943,11	0,39
TOTAL ESPAÑA			146.935.469,01	18,58
ESTADOS UNIDOS				
DEUT POST CMS10R+0.125% PERP	EUR	3.366.000	2.369.372,75	0,30
RBS CAPITAL TR II 6.425% PERP	USD	8.000.000	8.878.403,67	1,12
TOTAL ESTADOS UNIDOS			11.247.776,42	1,42
FINLANDIA				
NORDEA BK 6.625% PERP	USD	3.500.000	3.117.018,82	0,39
TOTAL FINLANDIA			3.117.018,82	0,39
FRANCIA				
AXA SA 5.125% 17-01-47 EMTN	USD	3.000.000	2.783.177,85	0,35
AXA 8.6%00-15/12/30	USD	9.490.000	11.413.618,06	1,44
BNP PAR 2.375% 20-11-30 EMTN	EUR	11.000.000	11.412.655,21	1,44
BNP PAR 4.625% 13-03-27	USD	7.000.000	6.401.903,02	0,81
BNP PARI L6RUSD+0.075% PERP	USD	4.380.000	2.531.310,91	0,32
BNP PARIBAS 7.195%/LIBOR PERPETUELLE SERIE REGS	USD	3.000.000	2.894.669,44	0,37
BNP 4.032 12/31/49	EUR	5.000.000	5.377.048,08	0,68
CA 6.875% PERP	USD	10.000.000	9.042.603,64	1,14
CASA 6.50% PERP	EUR	2.000.000	2.147.892,61	0,27
CNP ASSU 4.25% 05-06-45	EUR	3.000.000	3.431.033,84	0,43
CRED AGRI ASS 4.75% 27-09-48	EUR	11.200.000	12.725.278,90	1,62
CRED AGRI ASSU 4.5% PERP	EUR	3.000.000	3.266.910,00	0,41
CRED AGRI SA 6.625% PERP	USD	2.200.000	1.981.158,44	0,25
CREDIT MUTUEL ARKEA 3.375% 11-03-31	EUR	5.900.000	6.088.084,26	0,77
GROUPAMA ASSURANCES MUTUELLES SA 6.0% 23-01-27	EUR	4.800.000	5.798.123,84	0,73
GROUPAMA ASSURANCES MUTUELLES SA 6.375% PERP	EUR	7.100.000	8.374.373,16	1,06
GROUPAMA 3.375% 24-09-28	EUR	2.000.000	2.050.116,99	0,26
LAMON 5.05 12/17/49	EUR	5.769.000	6.369.413,02	0,80
SG 7.375% PERP	USD	1.540.000	1.416.173,60	0,18
SOCGEN TV 11/49	USD	5.000.000	2.985.255,83	0,38
SOGECAP SA 4.125% 29-12-49	EUR	7.000.000	7.384.647,12	0,93
TOTAL FRANCIA			115.875.447,82	14,64
GRECE				
ALPHA BANK 2.5% 05-02-23 EMTN	EUR	4.000.000	4.164.022,47	0,53
EFG EUROBANK 2.75% 02-11-20	EUR	4.000.000	4.163.266,85	0,53
NATL BANK OF GREECE 2.75% 19-10-20	EUR	4.000.000	4.175.422,64	0,52
TOTAL GRECIA			12.502.711,96	1,58
GUERNESEY				
EFG INTERNATIONAL GUERNESEY LTD 5.0% 05-04-27	USD	4.000.000	3.581.113,53	0,45
TOTAL GUERNESEY			3.581.113,53	0,45

Designación de los valores	Divisa	Cantidad Número o nominal	Valor actual	% Activo Neto
HONG KONG				
HONGKONG SHANGHAI BANKING CORP LTD THE L3RUSD PERP	USD	14.100.000	8.952.843,01	1,13
TOTAL HONG KONG			8.952.843,01	1,13
IRLANDA				
BANK IRELAND 10% 19/12/2022	EUR	5.000.000	6.523.965,75	0,82
BANK OF IRELAND GROUP PLC 3.125% 19-09-27	GBP	2.500.000	2.840.040,63	0,36
BANK OF IRELAND GROUP PLC 4.125% 19-09-27	USD	4.000.000	3.370.671,35	0,43
TOTAL IRLANDA			12.734.677,73	1,61
ITALIA				
ASS GENERALI 3.875% 29-01-29	EUR	3.265.000	3.354.129,13	0,42
ASSICURAZIONI GENERALI 10.125% 10/07/2042	EUR	7.200.000	9.571.375,23	1,21
ASSICURAZIONI GENERALI 4.596% PERP	EUR	6.000.000	6.243.126,90	0,79
BANCO BPM 2.0% 08-03-22 EMTN	EUR	6.400.000	6.458.215,17	0,82
CATTOLICA DI ASSICURAZIONI 4.25% 14-12-47	EUR	2.100.000	2.054.328,74	0,26
FONDIARIA SAI 5.75% 31-12-99	EUR	2.150.000	2.163.157,71	0,27
INTE 5.71% 15-01-26	USD	2.500.000	2.202.015,09	0,28
INTESA SANPAOLO 6.25% PERP	EUR	3.000.000	3.019.959,94	0,38
INTESA SANPAOLO 7.75% PERP	EUR	1.200.000	1.323.805,39	0,17
UNICREDIT SPA FIX PERP	EUR	5.500.000	6.256.384,78	0,79
UNICREDIT SPA 5.861% 19-06-32	USD	10.000.000	8.365.489,35	1,06
UNICREDIT SPA 5.861% 19-06-32	USD	2.000.000	1.674.006,27	0,21
UNICREDIT SPA 6.625% PERP	EUR	5.000.000	4.984.803,30	0,63
UNICREDIT SPA 6.95% 31/10/2022	EUR	2.000.000	2.364.905,75	0,30
UNICREDIT SPA 7.5% PERP	EUR	5.000.000	5.169.539,47	0,65
UNICREDIT TF/TV PERP	EUR	1.885.000	2.157.583,39	0,27
UNICREDIT 4.875% 20/02/2029 EMTN	EUR	14.100.000	14.514.201,99	1,83
UNICREDIT 6.572% 14/01/2022 EMTN	USD	5.000.000	4.727.464,84	0,60
UNICREDIT 7.296% 02/04/1934 EMTN	USD	8.000.000	7.184.147,48	0,91
TOTAL ITALIA			93.788.639,92	11,85
JERSEY				
HBOS STERLING FINANCE JERSEY LP 7.881% PERP	GBP	6.243.000	10.729.726,68	1,36
HSBC CAPIT TF/TV PERP PF *EUR	USD	9.536.000	12.777.359,59	1,61
TOTAL JERSEY			23.507.086,27	2,97
LUXEMBURGO				
BANQUE INTERNATIONALE A LUXEMBOURG SA 6.625% PERP	EUR	2.500.000	2.688.363,89	0,34
TOTAL LUXEMBURGO			2.688.363,89	0,34
NORUEGA				
KOMM LAND AS 4.25% 10-06-45	EUR	3.000.000	3.318.557,26	0,42
STOREBRAND LIVSFORSIKRIN TV 04/04/2043	EUR	3.000.000	3.664.449,86	0,46
TOTAL NORUEGA			6.983.007,12	0,88
PAÍSES BAJOS				
ABN AMRO BANK NV 6.25% 27/04/22	USD	70.000	68.651,54	0,01
ACHMEA BV TF/TV 04/04/2043	EUR	5.000.000	5.886.156,16	0,74
DEME INVE BV FOR 4.375% PERP	EUR	3.000.000	3.390.600,82	0,43
ELM BV 3.375% 29-09-47	EUR	2.000.000	2.105.732,33	0,27
NATI LE 9.0 08-42	EUR	2.000.000	2.615.060,55	0,33
NN GROUP NV FIX 13-01-48 EMTN	EUR	4.000.000	4.372.681,10	0,55
TOTAL PAÍSES BAJOS			18.438.882,50	2,33

Designación de los valores	Divisa	Cantidad Número o nominal	Valor actual % Activo Neto	
PORTUGAL				
BANCO ESPIRITO SANTO SA 7.125% 28/11/2023	EUR	4.500.000	21.096,00	
BCP 4.5% 07-12-27 EMTN	EUR	11.200.000	10.972.543,34	1,39
BCP 9.25% PERP	EUR	8.400.000	8.845.281,64	1,12
CAIXA GEN 5.75% 28-06-28 EMTN	EUR	12.000.000	13.289.694,25	1,68
CAIXA GERAL DE DEPOSITOS 10.75% PERP	EUR	4.000.000	4.613.385,43	0,58
TOTAL PORTUGAL			37.742.000,66	4,77
REINO UNIDO				
BANK OF SCOTLAND PLC 15/05/21	GBP	1.000.000	1.441.072,39	0,18
BARCLAYS BK 6.625% 30/03/2022	EUR	4.760.000	5.502.574,44	0,70
BARCLAYS PLC 2.0% 07-02-28	EUR	5.000.000	4.815.544,52	0,61
BARCLAYS PLC 5.875% PERP	GBP	4.500.000	4.923.437,84	0,62
BARCLAYS PLC 7.875% PERP	USD	3.000.000	2.779.308,23	0,35
BARCLAYS TF/TV PERPETUAL	GBP	2.000.000	2.637.870,35	0,33
BARCLAYS 10% 21/05/2021	GBP	2.121.000	3.068.558,88	0,39
BARCLAYS 8.0% PERP	USD	3.000.000	2.733.814,25	0,35
COVENTRY BLDG 6.875% PERP	GBP	8.000.000	9.342.741,09	1,18
CYBG PLC 8.75% PERP	GBP	1.450.000	1.855.039,03	0,23
DIRECT LINE INSURANCE PLC 4.75% PERP	GBP	5.000.000	4.911.148,67	0,62
DRESDR FIN 8.151% 30/06/31*USD	USD	24.500.000	28.120.513,13	3,54
HBOS PLC 4.50% 18/03/30	EUR	7.062.000	7.874.583,82	1,00
HBOS 6.0% 01-11-33	USD	2.594.000	2.625.921,48	0,33
HSBC BANK TV85-PERP.	USD	1.810.000	1.148.879,68	0,15
HSBC BANK 5.844% PERP EMTN	GBP	2.497.000	3.772.119,46	0,48
HSBC BK L6RUSD+0.1% PERP	USD	5.950.000	3.816.720,59	0,48
HSBC HOLDINGS PLC 5.25% PERP	EUR	5.000.000	5.305.726,36	0,67
HSBC LIB6US PERP	USD	9.220.000	5.904.263,78	0,75
LEGA AND GEN 10% 23-07-41 EMTN	GBP	1.417.000	1.970.662,33	0,25
LLOYDS TSB TV PERP SERIE B	GBP	935.000	1.876.474,84	0,24
NATIONAL WESTMINSTER BANK PLC AUTRE R+0.0% PERP	USD	2.310.000	1.641.910,48	0,21
NAT.WESTM.TV99-PERP EMTN SUB.	EUR	8.225.000	8.113.689,48	1,03
NWIDE 6.875% 29/12/2049	GBP	2.000.000	2.379.213,15	0,30
PRUDENTIAL 6.5% 20-10-48 EMTN	USD	2.500.000	2.487.241,05	0,31
RBS GROUP TF/TV PERP *USD	USD	10.000.000	11.185.420,04	1,41
SANTANDER UK GROUP HOLDINGS PLC 6.75% PERP	GBP	2.650.000	3.126.984,05	0,40
STANDARD LIFE PLC 4.25% 30-06-48	USD	3.000.000	2.539.202,32	0,32
TOTAL REINO UNIDO			137.900.635,73	17,43
TOTAL Obligaciones & val. asim. ng. en mer. regul. o asim.			744.061.891,10	94,02
TOTAL Obligaciones y valores asimilados			744.061.891,10	94,02
Organismos de inversión colectiva				
OICVM y FIA de carácter general destinados a los no profesionales y equivalente de otros países				
FRANCIA				
LAZARD CAPITAL FI IC	EUR	3.845	6.521.235,35	0,82
LAZARD CAPITAL FI IC USD	USD	500	540.130,03	0,07

Designación de los valores	Divisa	Cantidad Número o nominal	Valor actual Neto	% Activo
LAZARD GLOBAL HYBRID BONDS E	EUR	25	2.584.527,00	0,33
TOTAL FRANCIA			9.645.892,38	1,22
TOTAL OICVM y FIA de carácter general destinados a los no profesionales y equivalentes de otros países			9.645.892,38	1,22
TOTAL Organismos de inversión colectiva			9.645.892,38	1,22
Créditos			281.751.279,31	35,60
Deudas			-284.204.427,20	-35,91
Cuentas financieras			40.133.453,12	5,07
Activo neto			791.388.088,71	100,00

LAZARD CREDIT FI IVD	EUR	683.533,854	102,52
LAZARD CREDIT FI IVC	EUR	32.074,177	14.654,81
LAZARD CRÉD FI RC	EUR	205.733,975	325,52
LAZARD CREDIT FI ID	EUR	51.412,599	972,20
LAZARD CREDIT FI IC	EUR	82.216,090	1.183,38
LAZARD CREDIT FI - IC H-CHF	CHF	179,000	1.039,26
LAZARD CREDIT FI RD	EUR	1,000	195,22
LAZARD CREDIT FI - IC USD	USD	2.460,090	1.216,59
LAZARD CREDIT FI TC	EUR	177.190,083	192,95

• INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA RELATIVA AL RÉGIMEN TRIBUTARIO DEL CUPÓN

DESCOMPOSICIÓN DEL CUPÓN PARTICIPACIÓN: RD

	NETO GLOBAL	DIVISA	NETO UNITARIO	DIVISA
Ingresos sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	6,54	EUR	6,54	EUR
Acciones con derecho a exención y sujetas a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria				
Otros ingresos sin derecho a exención y sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria				
Ingresos no declarables y que no tributan				
Importe de las cantidades distribuidas de las plusvalías y minusvalías				
TOTAL	6,54	EUR	6,54	EUR

DESCOMPOSICIÓN DEL CUPÓN PARTICIPACIÓN: ID

	NETO GLOBAL	DIVISA	NETO UNITARIO	DIVISA
Ingresos sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	1.824.119,01	EUR	35,48	EUR
Acciones con derecho a exención y sujetas a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria				
Otros ingresos sin derecho a exención y sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria				
Ingresos no declarables y que no tributan				
Importe de las cantidades distribuidas de las plusvalías y minusvalías				
TOTAL	1.824.119,01	EUR	35,48	EUR

DESCOMPOSICIÓN DEL CUPÓN PARTICIPACIÓN: IVD

	NETO GLOBAL	DIVISA	NETO UNITARIO	DIVISA
Ingresos sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	2.679.452,71	EUR	3,92	EUR
Acciones con derecho a exención y sujetas a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria				
Otros ingresos sin derecho a exención y sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	150.377,45	EUR	0,22	EUR
Ingresos no declarables y que no tributan				
Importe de las cantidades distribuidas de las plusvalías y minusvalías				
TOTAL	2.829.830,16	EUR	4,14	EUR