

VTB CAPITAL IM RUSSIAN MARKET FUND

Société d'Investissement à Capital Variable
Luxembourg

R.C.S. Luxembourg B54765

**Rapport annuel incluant les états financiers audités
au 31 décembre 2019**

Ce rapport est une traduction de la version anglaise du rapport. En cas de discordances entre les deux versions, la version anglaise fait foi.

Aucune souscription ne peut être reçue sur base du présent rapport. Les souscriptions ne sont valables que si elles ont été effectuées sur base du prospectus d'émission courant accompagné du dernier document d'informations clés pour l'investisseur ("DICI"), du dernier rapport annuel et du dernier rapport semestriel si celui-ci est plus récent que le rapport annuel.

Sommaire

Organisation	2
Informations supplémentaires pour les investisseurs en Suisse	4
Rapport d'activité du Conseil d'Administration	5
Rapport du réviseur d'entreprises agréé	11
Etat du patrimoine	14
Etat des opérations et des autres variations de l'actif net.....	15
Statistiques	16
Etat du portefeuille-titres et des autres actifs nets.....	17
Répartition économique et géographique du portefeuille-titres	18
Notes aux états financiers	19
Informations supplémentaires (non-auditées)	23

Organisation

Siège social

88, Grand-Rue
L-1660 LUXEMBOURG
(depuis le 1er octobre 2019)

11, rue Aldringen
L-1118 LUXEMBOURG
(jusqu'au 30 septembre 2019)

Conseil d'Administration

Président

Nicholas JOSEPH
VTB CAPITAL PLC
14 Cornhill
LONDON EC3V 3ND
(jusqu'au 23 avril 2019)

Parick LEHNERT
7-9, Rusterstrasse
D-60325 FRANKFURT
(depuis le 23 avril 2019)

Administrateurs

John David BREIT
Independent Director
544 First Street, Brooklyn
11215 NEW-YORK

André SCHMIT
Independent Director
28, rue de Lehberg
L-9124 SCHIEREN

Société de Gestion

KREDIETRUST LUXEMBOURG S.A.
88, Grand-Rue
L-1660 LUXEMBOURG
(depuis le 1er octobre 2019)

11, rue Aldringen
L-2960 LUXEMBOURG
(jusqu'au 30 septembre 2019)

Conseil d'Administration de la Société de Gestion

Président

Vincent DECALF

Administrateur

Olivier de JAMBLINNE de MEUX

Administrateur Délégué

Stefan VAN GEYT

Dirigeants de la Société de Gestion

Aurélien BARON
Kristel COOLS
Stefan VAN GEYT

Organisation (suite)

Dépositaire et agent payeur principal	QUINTET PRIVATE BANK (EUROPE) S.A. (anciennement KBL EUROPEAN PRIVATE BANKERS S.A.) 43, boulevard Royal L-2955 LUXEMBOURG
Agent domiciliataire, agent administratif, agent de registre & de transfert	KREDIETRUST LUXEMBOURG S.A. 88, Grand-Rue L-1660 LUXEMBOURG (depuis le 1er octobre 2019) 11, rue Aldringen L-2960 Luxembourg (jusqu'au 30 septembre 2019)
Agents administratif et de registre & de transfert délégués	EUROPEAN FUND ADMINISTRATION S.A. 2, rue d'Alsace L-1122 LUXEMBOURG
Gestionnaire en investissement	VTBC ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL LIMITED Four Floor, West Wing Trafalgar Court Admiral Park St Peter Port GUERNSEY, GY13RL
Agent distributeur	VTBC ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL LIMITED Four Floor, West Wing Trafalgar Court Admiral Park St Peter Port GUERNSEY, GY13RL
Réviseur d'entreprises agréé	ERNST & YOUNG S.A 35E, avenue John F. Kennedy L-1855 LUXEMBOURG
Représentant en Suisse	CARNEGIE FUND SERVICES S.A. 11, rue du Général-Dufour CH-1204 GENÈVE
Agent payeur en Suisse	BANQUE CANTONALE DE GENÈVE 17, quai de l'Île CH-1204 GENÈVE

Informations supplémentaires pour les investisseurs en Suisse

Informations supplémentaires pour les investisseurs en Suisse

Les publications concernant le Fonds ont lieu en Suisse sur www.swissfunddata.ch.

Le prospectus, le "DICI", les statuts, la liste des achats et des ventes réalisés ainsi que les rapports annuels et semestriels du Fonds peuvent être obtenus gratuitement auprès du siège du représentant suisse.

Les prix d'émission et de rachat, respectivement la Valeur Nette d'Inventaire avec la mention "commissions non comprises" des actions sont publiés quotidiennement sur www.swissfunddata.ch.

Représentant et agent payeur en Suisse

CARNEGIE FUND SERVICES S.A., 11, rue du Général-Dufour, CH-1204 GENÈVE, est autorisé par l'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers à agir en tant que représentant du Fonds en Suisse.

BANQUE CANTONALE DE GENEVE, 17, quai de l'Île, CH-1204 GENÈVE, assume la fonction d'agent payeur du Fonds en Suisse.

Rapport d'activité du Conseil d'Administration

Le VTB Capital Russian Market Fund (le « Fonds ») a généré un rendement total de 44,20% en 2019. Son indice de référence conforme aux OPCVM, l'indice MSCI Russia 10/40, a généré un rendement de 43,84% et l'indice MSCI Russia ordinaire a généré un rendement de 42,41% en 2019. Au cours d'une année où la performance du marché est aussi élevée, il est souvent difficile de suivre la performance de l'indice, étant donné que le Fonds doit conserver des liquidités pour les rachats potentiels et couvrir les frais d'exploitation du Fonds, mais l'équipe a fait un excellent travail en 2019.

Marchés russes - 2019 a été une année exceptionnelle pour les marchés russes et, en fait, pour tous les marchés du monde. L'affermissement du rouble, qui a gagné plus de 10% par rapport au dollar américain, a aidé les obligations en monnaie locale à attirer un capital important en provenance des investisseurs mondiaux et la Banque centrale de Russie (BCR) estime que les investisseurs étrangers détiennent désormais plus de 32% de l'ensemble des obligations d'État russes.

Les actions russes ainsi que les obligations en devises fortes et en roubles ont surperformé les autres marchés au cours des 30 derniers jours, des 3 derniers mois, depuis le début de l'année, au cours des 3 dernières années et des 5 dernières années. La surperformance de la Russie par rapport à ses pairs émergents est notable et illustre clairement que des facteurs propres à la Russie ont entraîné ces gains. Certains de ces facteurs comprenaient la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, ce qui a entraîné un rebond de la croissance des salaires, des ventes au détail et de la construction.

Les ventes au détail russes ont progressé de 1,6% en glissement annuel, la construction a augmenté de 1% en glissement annuel et les salaires réels ont augmenté de 3,1% en glissement annuel en novembre. La BCR a réduit ses taux de 25 points de base à 6,25% en décembre, soit la cinquième réduction en 2019, en raison de la baisse plus rapide que prévu de l'inflation à 3,5% en novembre. La prévision d'inflation de la BCR est comprise entre 2,9 et 3,2% et sa prévision de croissance du PIB est désormais de 1,5 à 2% pour 2020. Elvira Nabiullina, présidente de la Banque centrale de Russie, a fait part d'une « augmentation notable » des dépenses du « projet national », d'une augmentation de la production industrielle et d'une progression des revenus du commerce de détail grâce à une croissance plus élevée des salaires réels. Compte tenu de ces récents changements, Elvira Nabiullina a déclaré que de nouvelles baisses de taux pourraient ne pas se produire au 1^{er} semestre 2020. Pendant ce temps, l'encours de la dette hypothécaire a augmenté de 18,3% en glissement annuel et atteint maintenant environ 6,5% du PIB, ce qui toutefois ne correspond encore qu'à environ 1/10 du niveau de l'Union européenne (UE) ou des États-Unis. Il reste donc toute latitude à la croissance alimentée par le crédit.

Compte tenu des récents flux de capitaux vers les marchés émergents, il semblerait que de nombreux investisseurs parient sur un dollar américain plus faible en 2020. En raison de la communication transparente des flux de capitaux dans les fonds négociés en Bourse (FNB), ces derniers sont un moyen utile d'évaluer le sentiment des investisseurs à l'égard de diverses classes d'actifs. On compte actuellement environ 4,44 milliards de dollars dans 22 FNB axés sur la Russie. Chacun de ces FNB est un moyen permettant au capital de circuler très efficacement en direction et en provenance de ces marchés. La plupart des problèmes qui ont conduit à des sorties de capitaux de Russie par le passé ont été résolus ou sont en passe de l'être. En combinaison avec le portage plus élevé de titres à revenu fixe en roubles et le potentiel haussier supérieur des actions russes, l'année 2020 pourrait voir s'inverser les flux vers la Russie par rapport aux FNB.

La croissance du PIB russe a probablement atteint un creux et devrait augmenter au cours des prochaines années, mais des données démographiques négatives limitent la croissance potentielle, la population vieillissant rapidement. Les « projets nationaux » peuvent compenser ces facteurs s'ils conduisent à une amélioration des infrastructures, de la recherche, de l'éducation et des soins de santé. Des taux bas pourraient également entraîner une augmentation des investissements en immobilisations et une croissance de la productivité plus élevée. Les réformes juridiques et judiciaires pourraient quant à elles conduire à des niveaux plus élevés de confiance des investisseurs, soutenant une croissance plus élevée de la productivité, mais nous ne devons pas « retenir notre souffle » en attendant ces changements. Les actions russes ont un fort potentiel haussier à la juste valeur et restent à des prix très avantageux par rapport à leurs pairs émergents, ce qui nous amène à penser que les investisseurs

Rapport d'activité du Conseil d'Administration (suite)

à long terme seront récompensés. Les obligations en roubles russes continueront probablement à offrir un portage plus intéressant que la plupart des autres obligations des marchés émergents en monnaies locales. Les obligations russes en devises fortes, tout en étant proches des spreads historiques, peuvent encore être améliorées et offrent un spread ajusté du risque attrayant vis-à-vis des bons du Trésor américain. Les mises à niveau effectuées par les agences de notation en raison de la réduction des risques géopolitiques peuvent également être un moteur de rendement en 2020.

Facteurs mondiaux - En 2019, le montant des obligations à rendement négatif est passé d'environ 10 000 milliards de dollars à plus de 17 000 milliards de dollars, puis est retombé à environ 11 000 milliards de dollars à la fin de l'année. Compte tenu de la nécessité d'un rendement positif, les investisseurs des pays d'Europe et du Japon, où la plupart des obligations à rendement négatif se négocient, ont renforcé leur exposition aux titres à revenu fixe américains. Ces flux de capitaux ont soutenu les obligations américaines et le dollar américain, en hausse d'environ 5% au cours des 2 dernières années par rapport au panier de devises des partenaires commerciaux de l'indice DXY.

Les principaux événements monétaires et géopolitiques de décembre ont été les suivants : un accord de principe sur l'accord commercial dit de « phase 1 » entre les États-Unis et la Chine, les élections britanniques, qui ont une fois de plus confirmé la majorité conservatrice, ainsi qu'une série de réunions des grandes banques centrales liées à des décisions sur les taux qui semblaient impliquer une retenue mondiale synchronisée à des taux bas plus longtemps que prévu, tandis que de nouveaux dirigeants s'efforceront d'obtenir davantage de relance budgétaire. Aux États-Unis, l'assouplissement quantitatif (QE) de facto a été redémarré en raison de « pénuries de liquidités » sur les marchés monétaires, ce qui alourdit à nouveau le bilan de la Fed et pourrait conduire à un affaiblissement du dollar. Au sein de l'UE, l'euro a été soutenu alors que la confiance dans la nouvelle présidente de la BCE, Christine Lagarde, se construit avec ses pressions en faveur d'une relance budgétaire plutôt que monétaire, et davantage de données confirment un creux dans la croissance économique de l'UE. Au Japon, la BoJ essaie de pentifier sa courbe des taux et poursuivra l'assouplissement quantitatif, injectant chaque mois entre 60 et 85 milliards de dollars dans son économie. Au Royaume-Uni, des rumeurs laissent en outre penser que la BoE pourrait baisser ses taux en mars 2020 pour atténuer l'impact du Brexit, prévu pour le 31 janvier. En bref, il existe une liquidité mondiale abondante et peut-être excessive pour soutenir les marchés.

Il semble y avoir un recul du consensus selon lequel l'accent mis par la Fed sur la « normalisation des taux » en 2018 a conduit à un resserrement excessif, qui a détruit les marchés au second semestre 2018, mais le virage à 180 degrés pris par la Fed en janvier 2019 était une reconnaissance de cette erreur, décrite précédemment comme un « ajustement de politique à mi-cycle ». Des taux directeurs et des taux de croissance économique plus élevés aux États-Unis ont conduit à un dollar fort en 2019, qui a continué d'exacerber davantage la valeur relative du dollar par rapport aux autres devises, ce qui fait que la plupart des autres devises semblent sous-évaluées en termes de parité de pouvoir d'achat.

Les chiffres macroéconomiques globaux ont été mitigés en 2019. La guerre commerciale a nui à la confiance des entreprises, tandis qu'un faible chômage a contribué à la confiance des consommateurs. Les entreprises ont besoin de visibilité pour planifier leurs dépenses en capital, et les conflits commerciaux ont assombri la perspective des exportateurs et autres, ce qui a conduit au manque de confiance nécessaire pour effectuer des investissements aussi importants. Cela a entraîné des dépenses industrielles plus faibles que prévu au niveau des installations et équipements, ce qui aura un impact sur la productivité à long terme. À l'inverse, un accord qui viendrait apaiser la guerre commerciale pourrait ramener de la confiance et libérer une demande refoulée en vue d'une flambée de nouvelles commandes (ce que nous constatons actuellement).

À hauteur de 70% environ du PIB américain, soit près de 15 000 milliards de dollars, le consommateur américain est important non seulement pour les États-Unis, mais aussi pour le monde. Heureusement, avec des salaires plus élevés et une baisse du chômage, le consommateur américain a apparemment retrouvé la confiance qu'il avait perdue après la crise financière de 2008. Les taux de chômage aux États-Unis ont atteint des plus bas de 3,5% sur 50 ans, ce qui a aidé le consommateur américain à maintenir le rythme de l'économie.

Rapport d'activité du Conseil d'Administration (suite)

Plus important encore, le taux d'activité aux États-Unis (pourcentage de la population totale employée) a également augmenté, passant du creux de 62,4% atteint en 2016 à 63,2% en janvier 2020. Le taux de croissance des salaires aux États-Unis était en hausse à 3,84% en glissement annuel en décembre, bien au-dessus du taux de croissance moyen de 2,69% des 20 dernières années et proche du sommet de l'après-crise, ce qui renforce considérablement la confiance des consommateurs, comme nous pouvons le constater dans l'indice du sentiment des consommateurs de l'Université du Michigan en hausse à 99,30 contre un plus bas de 59,50 en 2011 après la crise.

Vous n'avez pas besoin d'un expert pour vous dire que les rendements de 2019 ne devraient pas se répéter en 2020. Dans presque toutes les publications récentes de prévisions économiques, nous constatons une modération des attentes pour l'avenir, avec des commentaires comme « 2019 a été une année exceptionnelle » ou « 2019 a été une année improbable », ou encore « 2019 a été une valeur statistique aberrante qui ne se répétera probablement pas pendant encore 20 ans ». De toute évidence, le message de ces déclarations est de revoir les attentes pour 2020 à la baisse, et nous sommes d'accord avec cela. L'année 2019 a compensé les mauvais rendements de 2018, et en particulier le grand trou qui a été creusé lors de la correction du marché au T4 2018, qui a fourni un faible effet de base pour les rendements de 2019. Il est important de rappeler la correction de 2018, avec l'indice MSCI EM en baisse de 7,7%, l'indice MSCI World en baisse de 13,91% et le S&P 500 en baisse de 14,28% au T4 2019. Les causes de cette correction ont été généralement les guerres commerciales, la politique américaine, les risques géopolitiques et les politiques monétaires. Il est également important de se rappeler que l'expansion multiple des bénéfices de 2019 s'est produite lors d'une récession virtuelle des bénéfices, déguisée par des rachats d'actions. Aux États-Unis, plus de 700 milliards de dollars de rachats d'actions en 2019 ont empêché un recul du BPA. Les 5 principales sociétés de rachat américaines ont enregistré près de 1 000 milliards de dollars de rachats d'actions au cours des 5 dernières années, ce qui a soutenu les bénéfices par action en réduisant le nombre d'actions en circulation. Pour les investisseurs axés sur la croissance des bénéfices par action, cela peut être trompeur, mais également plus optimal d'un point de vue fiscal. En observant les rendements de l'indice S&P500 BuyBack (qui contient les 100 premières actions avec les ratios de rachat les plus élevés de l'indice S&P 500), par rapport aux rendements de l'indice S&P 500 ordinaire, nous pouvons constater que le marché n'a pas récompensé les entreprises effectuant des rachats à des prix plus élevés. Au cours des 5 dernières années, des 3 dernières années et de la dernière année, l'indice S&P 500 a battu l'indice S&P500 Buyback de 11,47%, 5,12% et 1,89%, respectivement. Ainsi, on peut probablement supposer que l'ingénierie financière, plutôt que des améliorations fondamentales, n'ajoute pas de valeur pour les actionnaires, et qu'une stratégie d'investissement axée sur les sociétés qui procèdent à des rachats plutôt qu'à des versements de dividendes est vraisemblablement sous-optimale.

Marchés émergents - En règle générale, les investisseurs mondiaux considèrent les actions des marchés émergents comme un scénario de bêta élevé sur les marchés développés, mais cette logique ne s'est pas vérifiée pour 2019, l'indice MSCI EM sous-performant de 9,81% l'indice MSCI World (DM). Parmi les principales raisons de cette sous-performance, citons les guerres commerciales, la vigueur du dollar américain, les risques géopolitiques et les risques politiques nationaux, ainsi que certains des problèmes nationaux spécifiques habituels rencontrés dans les marchés émergents. Les guerres commerciales étaient probablement le facteur négatif le plus important commun à la plupart des marchés émergents, qui ont tendance à être excessivement dépendants des exportations. Mais maintenant, une inversion de ces facteurs négatifs peut se produire avec la résolution de la guerre commerciale conduisant à un creux du ralentissement de la croissance mondiale, qui est favorable aux matières premières. Les cours du pétrole, à 65 dollars le baril de Brent, sont probablement un équilibre idéal pour les exportateurs et les importateurs de pétrole. Les accords de réduction de la production de l'OPEP+ et la rupture de l'approvisionnement en pétrole dans des pays comme la Libye, l'Irak et le Venezuela continueront probablement de soutenir les prix.

Si le consensus selon lequel le ralentissement de la croissance mondiale est au plus bas est correct, les devises et les obligations des marchés émergents pourraient être un endroit sûr pour détacher des coupons l'année prochaine. La croissance économique des marchés émergents dépassera probablement la croissance des marchés développés et les rendements obligataires devraient rester plus élevés dans les marchés émergents que dans les marchés développés en 2020. Alors que les principales banques centrales observent une attente synchronisée, il existe toujours un biais en faveur

Rapport d'activité du Conseil d'Administration (suite)

de l'assouplissement, car elles se méfient / ne croient pas à la capacité des gouvernements à mettre en œuvre des mesures de relance budgétaire. Les faibles taux des marchés développés devraient laisser la place à un assouplissement des taux directeurs dans les marchés émergents et, compte tenu de la forte demande de crédit dans les marchés émergents, la transmission de la politique monétaire devrait être plus efficace. Ces rendements plus élevés, des taux de croissance supérieurs et une meilleure qualité de crédit devraient attirer des flux de capitaux vers les marchés émergents l'année prochaine.

Selon le FMI, les marchés émergents ajouteront 1 100 milliards de dollars à la croissance du PIB mondial de 3 800 milliards de dollars en 2020. Les marchés émergents contribuent à 29% de la croissance mondiale, mais le portefeuille mondial moyen a une allocation beaucoup plus faible. 2020 sera-t-elle l'année du rééquilibrage ? Oui, nous le pensons. Le rééquilibrage a-t-il déjà commencé ? Nous pensons que oui. Est-ce la raison pour laquelle la Russie a surperformé ses pairs émergents en 2019 ? Oui, nous pensons que cela a contribué à la bonne performance, mais il y avait aussi bien d'autres raisons.

Perspectives pour 2020 - La croissance du PIB mondial a ralenti à environ 3,0% en 2019, contre 3,6% en 2018, mais augmentera probablement jusqu'à la prévision consensuelle de 3,1% en 2020. Pour les marchés, l'année 2019 a été pratiquement « aussi bonne que possible » et les rendements dont nous avons bénéficié au cours de la dernière année peuvent avoir emprunté un peu à l'avenir. Les rendements de 2019 impliquaient des attentes élevées en matière de croissance des bénéfices pour 2020. Par conséquent, si les attentes ne sont pas satisfaites, nous pourrions assister à une « saine correction ». Ainsi, alors que les facteurs macroéconomiques pourraient indiquer que le ralentissement de la croissance mondiale a atteint son plus bas et peut éventuellement bénéficier d'une reprise cyclique, les marchés ont probablement déjà intégré certains de ces facteurs. Oui, il y a moins d'incertitude en ce qui concerne les guerres commerciales, le Brexit, la politique monétaire, et 2020 pourrait bénéficier d'une inversion de certains risques géopolitiques apparus en 2019. Cependant, de nouveaux risques émergent actuellement entre les États-Unis et l'Iran, et d'autres pourraient évoluer à tout moment.

Une meilleure visibilité à l'égard du Brexit et des guerres commerciales entre les États-Unis et la Chine pourrait apporter quelques bonnes surprises, en particulier si le Royaume-Uni parvient à négocier un accord commercial avec l'UE et que les États-Unis peuvent négocier l'accord commercial de phase 2 avec la Chine avant la fin de 2020. Les procédures de destitution aux États-Unis et les élections présidentielles américaines de 2020 créeront de nouveaux risques qui pèseront probablement sur les marchés tout au long de l'année, ce qui pourrait également entraîner une augmentation des sorties de capitaux des États-Unis vers d'autres marchés, en particulier les marchés émergents.

Les devises émergentes sont proches de leurs plus bas historiques par rapport au dollar sur la base d'une évaluation de la parité de pouvoir d'achat (PPA). Les valeurs actualisées des devises émergentes semblent injustifiées compte tenu des taux de croissance et des taux d'intérêt plus élevés. Les rendements plus élevés des obligations en monnaies locales des marchés émergents continueront probablement d'attirer des capitaux sur ces marchés, les spreads se comprimeront et les rendements totaux seront probablement parmi les meilleurs des titres à revenu fixe mondiaux.

Nous ne prévoyons pas de récession américaine ou mondiale en 2020. Oui, il s'agit de la plus longue période d'expansion économique aux États-Unis depuis les années 1800 et de la plus longue période de gains consécutifs en matière d'emploi, mais la fréquence des cycles économiques et l'attrait du rendement moyen semblent moins prévisibles dans une économie mondiale évoluant rapidement. La technologie a permis un lissage des cycles des stocks grâce à l'utilisation d'outils de planification des ressources d'approvisionnement et de fabrication « juste à temps ». L'automatisation et la robotique ont réduit l'impact de la faible disponibilité de la main-d'œuvre et des spirales des salaires-prix. Les données démographiques, avec une population vieillissante recevant des paiements de fonds de pension stables, ont fourni à un consommateur constant un revenu moins variable.

Les courbes de rendement ont été des indicateurs avancés utiles pour les récessions lorsqu'elles ont été inversées pendant au moins une période de temps significative.

Rapport d'activité du Conseil d'Administration (suite)

L'année 2019 a connu quelques périodes durant lesquelles la courbe entre le rendement à 3 mois et à 10 ans a été inversée, et même quelques jours pendant lesquels le segment à 2 ans et à 10 ans le plus important de la courbe a été inversé. Historiquement, lorsque le segment à 2 ans/10 ans est inversé pendant 3 mois ou plus, une récession s'ensuit avec un décalage de 12 à 18 mois. Par conséquent, selon cet indicateur et avec la courbe actuelle en pente ascendante, 2020 devrait être une année sans récession.

Le déficit budgétaire américain sera probablement supérieur à 5% en 2020, et les efforts renouvelés de relance budgétaire dans l'UE et en Chine devraient maintenir la demande mondiale globale à l'équilibre. Mais dans ce monde à faible croissance, certains segments du marché obligataire pourraient être plus affectés que d'autres et nous pourrions voir certaines obligations de sociétés notées BBB, à la limite de la catégorie investment grade, devenir des « anges déchus », alors qu'elles glissent dans l'abîme des obligations spéculatives (« junk bonds »). Les obligations BBB représentant plus de la moitié de toutes les obligations investment grade, il existe donc de nombreux candidats potentiels, avec des ventes plus faibles et un effet de levier excédentaire, prêts à être rétrogradés. Une bonne analyse de crédit et une sélection rigoureuse des obligations d'entreprise seront nécessaires pour éviter ces risques.

Pour les obligations d'État, nous ne prévoyons aucune baisse des taux américains en 2020, mais le QE/quasi-QE en cours aux États-Unis, dans l'UE, au Japon et en Chine ajoutera probablement plus de 700 milliards de dollars à la masse monétaire mondiale, ce qui équivaut à quelques baisses de taux en termes de valeur de relance. Les prévisions moyennes sur Bloomberg montrent des taux en baisse de 10 points de base à 1,65%, mais avec l'IPC américain à 2,3%, le taux de chômage à 3,5% et la croissance des salaires à 3,8%, le besoin de réductions sera probablement faible. Dans ce scénario, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans devraient finir en 2020 à un niveau proche de leur point de départ, générant des rendements totaux d'environ 1,50% à 2,00%.

Dans les titres à revenu fixe, les investisseurs mondiaux sont toujours à la recherche de rendement, tendant vers la durée et le crédit. Avec un chômage à son plus bas niveau depuis 50 ans et des salaires en hausse, la crainte d'une relance monétaire et/ou budgétaire gagnant soudainement en force et déclenchant une spirale salaires-prix devient plus réelle. Mais la plupart des investisseurs ne voient pas cela se produire à court terme, ils sont donc prêts à rester sur leurs positions.

Pour les actions, nous devons voir une accélération de la croissance des bénéfices pour suivre l'expansion des multiples de l'année dernière. Nous ne devons pas compter sur une nouvelle expansion des multiples en 2020. Historiquement, les multiples cours/bénéfice se sont contractés, soit par accélération des bénéfices, soit par des corrections des prix, après de grandes expansions. En comparant les ratios cours/bénéfice actuels, nous pouvons voir que cette expansion des multiples s'est déroulée principalement aux États-Unis, avec un ratio cours/bénéfice actuel du S&P 500 de 22,10, contre 18,45 pour l'indice MSCI World Excluding the US.

Cette reprise de la croissance des bénéfices doit se produire sans baisse des taux ni ingénierie financière des rachats d'actions. Sur une note optimiste, avec moins de risques géopolitiques ayant assombri la visibilité en 2019, il est possible que nous assistions à une résurgence des dépenses en capital, ce qui peut réduire la dépendance excessive à l'égard de la demande des consommateurs. Les guerres commerciales ont peut-être coûté à l'économie américaine entre 0,25% et 0,50% du PIB en 2019, mais les estimations montrent que l'accord commercial de « phase 1 » rapportera environ 0,60% en 2020 et offrira des conditions de concurrence plus équitables à l'avenir. Il est difficile d'estimer dans quelle mesure l'accord de phase 1 est déjà inclus dans les prévisions consensuelles du PIB américain à 1,8%, mais nous pouvons probablement supposer sans risque que la croissance du PIB de 1,8% est une estimation prudente. En examinant une série de publications de recherche, il semble que les rendements attendus des actions américaines devraient être de l'ordre de 4 à 6% en supposant une reprise des bénéfices en raison d'une moindre incertitude, mais cela dépend entièrement du sentiment des investisseurs, qui pourrait changer rapidement, surtout lors d'une année électorale.

En adoptant une approche purement quantitative des évaluations et en prévoyant les rendements attendus, les marchés semblent en surchauffe. Les actions mondiales semblent être nettement plus élevées que leurs valorisations tendanciennes et les écarts de crédit sont à leur plus bas niveau sur

Rapport d'activité du Conseil d'Administration (suite)

plusieurs années. Une approche plus qualitative, prenant en compte le consensus à la hausse pour les prix cibles de la recherche fondamentale, les facteurs macroéconomiques, le sentiment des investisseurs, etc., un rapport risque/rendement plus traditionnel et évoluant positivement, peut être envisagée, mais cette ligne sera évidemment beaucoup moins raide qu'en 2019. Dans l'ensemble, les rendements attendus pour 2020 devraient se situer dans la partie inférieure de la fourchette des 10 dernières années.

En Russie, nous pouvons nous attendre à des réductions supplémentaires de la Banque centrale de Russie à hauteur d'au moins 50 points de base, voire 100 points de base. Cela suppose que les forces inflationnistes des projets nationaux ne l'emportent pas sur les forces désinflationnistes actuelles (c.-à-d. la démographie, la faible croissance mondiale, les rendements réels élevés, etc.). Les projets nationaux pourraient injecter dans l'économie d'importantes sommes allant jusqu'à 2,2% du PIB, ce qui, dans la plupart des économies, aurait tendance à conduire à l'inflation. La Banque centrale de Russie hésitera à procéder à des coupes et restera probablement dépendante des données, mais les marchés obligataires anticipent déjà les mouvements de la BCR. Contrairement aux banques centrales des marchés développés, où les taux sont suspendus, les baisses de taux dans les marchés émergents, en particulier en Russie, peuvent encore être un moteur majeur des rendements totaux en 2020. Les taux réels élevés de 3,25% en Russie attirent les entrées de capitaux des investisseurs mondiaux et continueront de le faire jusqu'à ce qu'un équilibre ajusté du risque soit atteint. Pour ces raisons, nous voyons des rendements de 6 à 8% sur les marchés obligataires en roubles dans la fourchette BB- à BB avec une durée moyenne. Les obligations en devises fortes pourraient avoir du mal à générer plus de 3 à 4%, à moins qu'un investisseur ne soit enclin à s'exposer à un risque de crédit plus important.

S'agissant des actions russes, les perspectives sont toujours positives, même après les performances époustouflantes de 2019. La juste valeur des flux de trésorerie actualisés, pondérée en fonction de la capitalisation boursière, est supérieure à 20%. Les rendements en dividendes sont supérieurs à 6% et les ratios cours/bénéfice sont inférieurs à 7x, ce qui fait du marché boursier russe l'un des plus attrayants parmi ses pairs émergents. De toute évidence, les risques géopolitiques continuent de peser sur les valorisations du marché, mais les relations politiques peuvent changer à tout moment et il semble y avoir plus de place pour un changement positif que l'alternative. En résumé, les investisseurs reçoivent un rendement en dividendes attrayant en attendant une réduction des risques géopolitiques pour déclencher une réappréciation des évaluations boursières russes.

Depuis la fin de l'année, nous avons assisté au développement de l'épidémie de coronavirus Covid-19, d'abord en Chine avant d'atteindre maintenant la plupart des continents. À l'heure actuelle, il n'est pas possible d'évaluer l'impact précis du risque émergent pesant sur les sociétés de notre portefeuille, mais les préoccupations se font de plus en plus vives quant aux conséquences sur l'économie mondiale. Les marchés financiers ont fait l'objet d'une correction importante au cours des dernières semaines. Le conseil d'administration et le gestionnaire continuent de surveiller les efforts des gouvernements pour contenir la propagation du virus et surveiller les répercussions économiques, le cas échéant, sur les sociétés de notre portefeuille.

Luxembourg, le 1er avril 2020

Le Conseil d'Administration

Note : La performance historique ne représente pas un indicateur de performance actuelle ou future. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat d'actions de la SICAV.

Rapport du réviseur d'entreprises agréé

Aux Actionnaires de
VTB CAPITAL IM RUSSIAN MARKET FUND
Luxembourg

Opinion

Nous avons effectué l'audit des états financiers de VTB CAPITAL IM RUSSIAN MARKET FUND (le "Fonds") et de chacun de ses compartiments comprenant l'état du patrimoine et l'état du portefeuille-titres et autres actifs nets au 31 décembre 2019 ainsi que l'état des opérations et des autres variations de l'actif net pour l'exercice clos à cette date, et les notes aux états financiers, incluant un résumé des principales méthodes comptables.

A notre avis, les états financiers ci-joints donnent une image fidèle de la situation financière du Fonds et de chacun de ses compartiments au 31 décembre 2019, ainsi que du résultat de leurs opérations et des changements de l'actif net pour l'exercice clos à cette date, conformément aux obligations légales et réglementaires relatives à l'établissement et à la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg.

Fondement de l'opinion

Nous avons effectué notre audit en conformité avec la loi du 23 juillet 2016 relative à la profession de l'audit (la "loi du 23 juillet 2016") et les normes internationales d'audit ("ISA") telles qu'adoptées pour le Luxembourg par la Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"). Les responsabilités qui nous incombent en vertu de la loi du 23 juillet 2016 et des normes ISAs sont plus amplement décrites dans la section "Responsabilités du réviseur d'entreprises agréé pour l'audit des états financiers" du présent rapport. Nous sommes également indépendants du Fonds conformément au code de déontologie des professionnels comptables du conseil des normes internationales de déontologie comptable (le "Code de l'IESBA") tel qu'adopté pour le Luxembourg par la CSSF ainsi qu'aux règles de déontologie qui s'appliquent à l'audit des états financiers et nous nous sommes acquittés des autres responsabilités qui nous incombent selon ces règles. Nous estimons que les éléments probants que nous avons recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion d'audit.

Autres informations

La responsabilité des autres informations incombe au Conseil d'Administration du Fonds. Les autres informations se composent des informations contenues dans le rapport annuel mais ne comprennent pas les états financiers et notre rapport de réviseur d'entreprises agréé sur ces états financiers.

Notre opinion sur les états financiers ne s'étend pas aux autres informations et nous n'exprimons aucune forme d'assurance sur ces informations.

Rapport du réviseur d'entreprises agréé (suite)

En ce qui concerne notre audit des états financiers, notre responsabilité consiste à lire les autres informations et, ce faisant, à apprécier s'il existe une incohérence significative entre celles-ci et les états financiers ou la connaissance que nous avons acquise au cours de l'audit, ou encore si les autres informations semblent autrement comporter une anomalie significative. Si, à la lumière des travaux que nous avons effectués, nous concluons à la présence d'une anomalie significative dans les autres informations, nous sommes tenus de signaler ce fait. Nous n'avons rien à signaler à cet égard.

Responsabilités du Conseil d'Administration du Fonds pour les états financiers

Le Conseil d'Administration du Fonds est responsable de l'établissement et de la présentation fidèle des états financiers conformément aux obligations légales et réglementaires relatives à l'établissement et la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg, ainsi que du contrôle interne que le Conseil d'Administration du Fonds considère comme nécessaire pour permettre l'établissement d'états financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

Lors de l'établissement des états financiers, c'est au Conseil d'Administration du Fonds qu'il incombe d'évaluer la capacité du Fonds et de chacun de ses compartiments à poursuivre son exploitation, de communiquer, le cas échéant, les questions relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer le principe comptable de continuité d'exploitation, sauf si le Conseil d'Administration du Fonds a l'intention de liquider le Fonds ou l'un de ses compartiments ou de cesser son activité ou si aucune autre solution réaliste ne s'offre à lui.

Responsabilités du réviseur d'entreprises agréé pour l'audit des états financiers

Nos objectifs sont d'obtenir l'assurance raisonnable que les états financiers pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, et de délivrer un rapport du réviseur d'entreprises agréé contenant notre opinion. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, qui ne garantit toutefois pas qu'un audit réalisé conformément à la loi du 23 juillet 2016 et aux ISA telles qu'adoptées pour le Luxembourg par la CSSF permettra toujours de détecter toute anomalie significative qui pourrait exister. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et elles sont considérées comme significatives lorsqu'il est raisonnable de s'attendre à ce que, individuellement ou collectivement, elles puissent influencer sur les décisions économiques que les utilisateurs des états financiers prennent en se fondant sur ceux-ci.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément à la loi du 23 juillet 2016 et aux ISA telles qu'adoptées pour le Luxembourg par la CSSF, nous exerçons notre jugement professionnel et faisons preuve d'esprit critique tout au long de cet audit. En outre :

- Nous identifions et évaluons les risques que les états financiers comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, concevons et mettons en œuvre des procédures d'audit en réponse à ces risques, et réunissons des éléments probants suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative résultant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne ;

Rapport du réviseur d'entreprises agréé (suite)

- Nous acquérons une compréhension des éléments du contrôle interne pertinents pour l'audit afin de concevoir des procédures d'audit appropriées aux circonstances et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne du Fonds ;
- Nous apprécions le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par le Conseil d'Administration du Fonds, de même que les informations y afférentes fournies par ce dernier ;
- Nous tirons une conclusion quant au caractère approprié de l'utilisation par le Conseil d'Administration du Fonds du principe comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments probants obtenus, quant à l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou situations susceptibles de jeter un doute important sur la capacité du Fonds ou l'un de ses compartiments à poursuivre son exploitation. Si nous concluons à l'existence d'une incertitude significative, nous sommes tenus d'attirer l'attention des lecteurs de notre rapport sur les informations fournies dans les états financiers au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas adéquates, d'exprimer une opinion modifiée. Nos conclusions s'appuient sur les éléments probants obtenus jusqu'à la date de notre rapport. Cependant, des événements ou situations futurs pourraient amener le Fonds ou l'un de ses compartiments à cesser son exploitation ;
- Nous évaluons la présentation d'ensemble, la forme et le contenu des états financiers, y compris les informations fournies dans les notes, et apprécions si les états financiers représentent les opérations et événements sous-jacents d'une manière propre à donner une image fidèle.

Nous communiquons aux responsables du gouvernement d'entreprise notamment l'étendue et le calendrier prévu des travaux d'audit et nos constatations importantes, y compris toute déficience importante du contrôle interne que nous aurions relevée au cours de notre audit.

Ernst & Young
Société anonyme
Cabinet de révision agréé

Jean Marc Cremer

Luxembourg, le 27 avril 2020

Etat du patrimoine

au 31 décembre 2019

(en USD)

Actif

Portefeuille-titres à la valeur d'évaluation	11.893.841,52
Avoirs bancaires	412.794,09
Revenus à recevoir sur portefeuille-titres	94.362,50
Total de l'actif	12.400.998,11

Exigible

A payer sur rachats d'actions	61.780,56
Frais à payer	88.713,41
Total de l'exigible	150.493,97
Actif net à la fin de l'exercice	12.250.504,14

Répartition des actifs nets par classe d'action

Classe d'action	Nombre d'actions	Devise action	VNI par action en devise de la classe d'action	Actifs nets par classe d'action (en USD)
A	72.431	USD	128,32	9.293.996,99
B	129.866	USD	22,77	2.956.507,15
				12.250.504,14

Les notes annexées font partie intégrante de ces états financiers.

Etat des opérations et des autres variations de l'actif net
du 1er janvier 2019 au 31 décembre 2019
(en USD)

Revenus	
Dividendes, nets	703.150,63
Autres revenus	15.221,88
Total des revenus	718.372,51
Charges	
Commission de gestion	150.511,50
Commission de dépositaire	9.870,62
Frais bancaires et autres commissions	19.405,12
Frais sur transactions	14.292,53
Frais d'administration centrale	51.878,31
Frais professionnels	49.671,23
Autres frais d'administration	36.060,81
Taxe d'abonnement	4.950,41
Autres charges	22.299,95
Total des charges	358.940,48
Revenus nets des investissements	359.432,03
Bénéfice/(perte) net(te) réalisé(e)	
- sur portefeuille-titres	488.072,82
- sur devises	3.698,34
Résultat réalisé	851.203,19
Variation nette de la plus-/(moins-) value non réalisée	
- sur portefeuille-titres	2.574.787,15
Résultat des opérations	3.425.990,34
Emissions	2.734.661,32
Rachats	-1.912.144,37
Total des variations de l'actif net	4.248.507,29
Total de l'actif net au début de l'exercice	8.001.996,85
Total de l'actif net à la fin de l'exercice	12.250.504,14

Les notes annexées font partie intégrante de ces états financiers.

Statistiques
 au 31 décembre 2019
 (en USD)

Total de l'actif net	Devise	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
	USD	9.110.341,77	8.001.996,85	12.250.504,14

VNI par action	Devise	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
A	USD	95,10	89,16	128,32
B	USD	17,30	16,02	22,77

Performance annuelle par action (en %)	Devise	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
A	USD	10,63	-6,25	43,92
B	USD	9,29	-7,40	42,13

Nombre d'actions	en circulation au début de l'exercice	émises	remboursées	en circulation à la fin de l'exercice
A	68.242	18.892	-14.703	72.431
B	119.732	27.200	-17.066	129.866

TER par action au 31.12.2019	Ratio de la commission de performance (en %)	TER avec commission de performance (en %)
A	0,00	3,38
B	0,00	4,64

Les performances annuelles ont été calculées pour les 3 derniers exercices. Pour les types d'actions lancés ou liquidés en cours d'exercice, la performance annuelle correspondante n'a pas été calculée.

La performance historique ne donne pas d'indication sur la performance future. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat d'actions de la SICAV.

Etat du portefeuille-titres et des autres actifs nets

au 31 décembre 2019

(en USD)

Devise	Valeur nominale/ Quantité	Dénomination	Coût d'acquisition	Valeur d'évaluation	% de l'actif net
Portefeuille-titres					
Valeurs mobilières admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs					
Actions					
USD	47.563	Avangardco Inv Public Limited GDR repr 1/40th Shs Reg-S	659.115,70	9.512,60	0,08
USD	98.027	Etalon Group PCL GDR repr 1 Shares Reg S	234.251,97	170.763,03	1,39
USD	144.400	Gazprom PJSC spons ADR repr 2 Shares	833.299,23	1.188.123,20	9,70
USD	11.500	Novolipetsk Steel (NLMK) GDR repr 10 Shares	246.415,53	264.960,00	2,16
USD	11.380	Oil Co Lukoil PJSC spons ADR repr 1 Share	696.058,39	1.128.668,40	9,21
USD	7.600	Polyus PJSC spons GDR repr Share Reg S	288.800,00	430.920,00	3,52
USD	13.200	Rosneft Oil Co GDR repr 1 Share Reg	84.956,52	95.145,60	0,78
USD	31.550	Severstal PAO spons GDR repr 1 Share Ser Oct 06	453.715,31	477.667,00	3,90
USD	15.400	X5 Retail Group NV spons GDR repr 1/4 Reg S	432.987,71	531.300,00	4,34
Total actions			3.929.600,36	4.297.059,83	35,08
Valeurs mobilières négociées sur un autre marché réglementé					
Actions					
RUB	1	Interreg Dist Grid Co Cent PJSC	0,05	0,01	0,00
USD	140.000	Detsky mir PJSC	199.962,00	225.939,64	1,84
USD	37.000	Gazprom Neft PJSC	86.241,39	250.882,57	2,05
USD	7.635.000	Inter Rao Ues PJSC Reg	494.794,61	621.263,77	5,07
USD	18.000	LSR Group PJSC	159.456,60	221.937,28	1,81
USD	10.680	Magnit PJSC	691.509,32	590.331,87	4,82
USD	298.000	Magnitogorsk Iron Stl Wks PJSC	198.269,64	201.749,58	1,65
USD	1.865	MMC Norilsk Nickel PJSC	360.281,97	574.939,41	4,69
USD	113.600	Mobile Telesystems PJSC	514.965,22	586.576,76	4,79
USD	242.000	Moscow Exchange Micex-Rts PJSC	425.721,20	420.820,65	3,43
USD	63.500	Rosneft Oil Co	391.339,42	460.851,51	3,76
USD	288.200	Sberbank of Russia PJSC	870.996,92	1.184.875,10	9,67
USD	938.000	Surgutneftegas PJSC Pref	497.163,47	571.079,35	4,66
USD	90.700	Tatneft PJSC	936.359,40	1.112.023,12	9,08
USD	0,8571	Territorial Generat Co 1 PJSC	0,00	0,00	0,00
USD	765.000.000	VTB Bank PJSC	547.451,79	566.712,00	4,63
Total actions			6.374.512,95	7.589.982,61	61,95
Total actions			6.374.513,00	7.589.982,62	61,95
Autres valeurs mobilières					
Actions					
GBP	114.039	Ruspetro Ltd Reg	788.811,51	6.799,07	0,06
Total actions			788.811,51	6.799,07	0,06
Total portefeuille-titres			11.092.924,87	11.893.841,52	97,09
Avoirs bancaires				412.794,09	3,37
Autres actifs/(passifs) nets				-56.131,47	-0,46
Total				12.250.504,14	100,00

Les notes annexées font partie intégrante de ces états financiers.

Répartition économique et géographique du portefeuille-titres au 31 décembre 2019

Répartition économique

(en pourcentage de l'actif net)

Energie	39,30 %
Finances	17,73 %
Matières premières	15,92 %
Biens de consommation non-cyclique	9,24 %
Services aux collectivités	5,07 %
Services de télécommunication	4,79 %
Biens de consommation durable	3,23 %
Immobilier	1,81 %
Total	<u>97,09 %</u>

Répartition géographique

(par pays de résidence de l'émetteur)
(en pourcentage de l'actif net)

Russie	95,56 %
Chypre	1,39 %
Ukraine	0,08 %
Royaume-Uni	0,06 %
Total	<u>97,09 %</u>

Notes aux états financiers

au 31 décembre 2019

Note 1 - Informations générales

VTB CAPITAL IM RUSSIAN MARKET FUND (le "Fonds") est une "Société Anonyme" constituée au Luxembourg en vertu des lois luxembourgeoises par acte notarié le 13 mai 1996 pour une durée indéterminée sous forme de "Société d'Investissement à Capital Variable" et à l'origine sous le nom THE MC RUSSIAN MARKET FUND.

Le Fonds qualifié d'Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) est soumis à la directive 2009/65/EC telle qu'amendée ainsi qu'à la Partie I de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif (la "Loi de 2010").

Le Fonds est enregistré sous le numéro B 54765 au Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg.

Le Fonds a désigné KREDIETRUST LUXEMBOURG S.A. comme Société de Gestion conformément aux stipulations du Chapitre 15 de la Loi de 2010.

La devise de référence du Fonds est le USD.

Note 2 - Principales méthodes comptables

a) Présentation des états financiers

Les états financiers du Fonds sont établis conformément aux prescriptions légales et réglementaires en vigueur au Luxembourg relatives aux organismes de placement collectif et aux principales méthodes comptables généralement admises au Luxembourg.

Les états financiers du Fonds ont été préparés selon le principe de la continuité d'exploitation.

b) Evaluation des actifs

La valeur des espèces en caisse ou en dépôt, billets escomptés, effets et billets payables à vue et de tous les montants à recevoir, des charges payées d'avance, dividendes en numéraire et intérêts déclarés ou courus et non encore encaissés, sera égale à la valeur totale de ces actifs, sauf, en toute hypothèse, s'il s'avère toutefois improbable que cette valeur puisse être encaissée intégralement ; dans ce dernier cas, la valeur sera calculée en retranchant un certain montant jugé adéquat par le Conseil d'Administration en vue de refléter la valeur réelle de ces actifs.

La valeur de tous les titres en portefeuille et des instruments du marché monétaire ou des instruments dérivés qui sont admis à la cote officielle d'une Bourse des valeurs ou négociés sur un autre marché réglementé sera déterminée sur la base du dernier prix disponible du marché principal sur lequel ces valeurs, instruments du marché monétaire ou dérivés sont négociés, tel que fourni par un service de cotation reconnu et approuvé par le Conseil d'Administration. Si ces cours ne sont pas représentatifs de la juste valeur, ces titres, instruments du marché monétaire ou instruments dérivés, ainsi que tous les autres actifs autorisés pourront être évalués au dernier cours acheteur disponible. Si ce cours n'est pas représentatif de la juste valeur, ces actifs, instruments du marché monétaire ou instruments dérivés pourront être évalués à la juste valeur de réalisation probable déterminée de bonne foi par le Conseil d'Administration et selon ses instructions.

Les titres et instruments du marché monétaire qui ne sont ni cotés ni négociés sur un marché réglementé sont évalués à leur juste valeur de revente escomptée, telle que déterminée de bonne foi par le Conseil d'Administration et selon les instructions.

La valeur des participations dans des fonds d'investissement sera basée sur la dernière évaluation disponible. En règle générale, les participations dans des fonds d'investissement sont évaluées

Notes aux états financiers (suite)

au 31 décembre 2019

conformément aux méthodes prévues par les instruments qui les régissent. Ces évaluations seront normalement fournies par le gestionnaire du fonds ou l'agent d'évaluation d'un fonds d'investissement. Pour s'assurer de la cohérence dans le cadre de l'évaluation du Fonds, si la période à laquelle l'évaluation d'un fonds d'investissement a été calculée ne coïncide pas avec la période d'évaluation du Fonds, et si cette évaluation devait avoir été considérablement modifiée depuis qu'elle a été déterminée, la valeur nette d'inventaire pourrait être adaptée pour refléter le changement déterminé de bonne foi par le Conseil d'Administration et selon ses instructions.

c) Coût d'acquisition des titres en portefeuille

Le coût d'acquisition des titres libellés en devises autres que la devise du Fonds est converti dans cette devise au cours de change en vigueur au jour de l'achat.

d) Bénéfice/(perte) net(te) réalisé(e) sur portefeuille-titres

Les bénéfices et pertes réalisés sur portefeuille-titres sont calculés sur base du coût moyen d'acquisition et sont enregistrés nets dans l'état des opérations et des autres variations de l'actif net.

e) Revenus sur portefeuille-titres

Les dividendes sont enregistrés à la date de détachement ("ex-date"), nets de retenue à la source éventuelle.

f) Conversion des devises étrangères

Les avoirs bancaires, les autres actifs nets ainsi que la valeur d'évaluation des titres en portefeuille exprimés en d'autres devises que la devise de référence du Fonds sont convertis dans cette devise aux cours de change en vigueur à la date des états financiers. Les revenus et charges exprimés en d'autres devises que la devise de référence du Fonds sont convertis dans cette devise aux cours de change en vigueur à la date d'opération. Les bénéfices ou pertes net(tes) sur devises sont enregistrés dans l'état des opérations et des autres variations de l'actif net.

La Valeur Nette d'Inventaire du Fonds est calculée en USD pour les actions des Classes A et B et les états financiers sont exprimés dans cette devise.

g) Frais sur transaction

Les coûts de transaction, qui sont présentés sous la rubrique "Frais sur transactions" dans les charges de l'état des opérations et des autres variations de l'actif net sont principalement composés des frais de courtage supportés par le Fonds et des frais de transactions payés au dépositaire.

Note 3 - Commission de gestion et de performance

Le Fonds a désigné KREDIETRUST LUXEMBOURG S.A. comme Société de Gestion. La Société de Gestion a droit à une commission correspondant à un maximum de 0,03% de la Valeur Nette d'Inventaire du Fonds par an et payable sur une base mensuelle avec un minimum de EUR 20.000 par an.

Notes aux états financiers (suite)

au 31 décembre 2019

Les fonctions de gestion de portefeuille et de distribution ont été déléguées à VTBC ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL LIMITED qui agit en tant que gestionnaire en investissement.

Le Fonds paie une commission de gestion totale s'élevant à :

Actions de Classe A	1,00% p.a.
Actions de Classe B	2,25% p.a.

qui est payable trimestriellement, basée et calculée sur la moyenne hebdomadaire de la Valeur Nette d'Inventaire de chaque Classe.

En outre, le gestionnaire en investissement a droit à une commission de performance. Une commission de performance égale à 15 % pour les actions de la Classe A et 10% pour les actions de la Classe B de la progression de la Valeur Nette d'Inventaire par action du jour d'évaluation, comparée à la dernière Valeur Nette d'Inventaire par action, qui a conduit au versement d'une performance, multipliée par le nombre d'actions, sera à la charge du Fonds.

Un cumul de la commission de performance est effectué chaque jour d'évaluation, si nécessaire, et la commission de performance finale est payée annuellement le dernier jour d'évaluation de décembre de chaque année. Si des pertes ont lieu au niveau de la Valeur Nette d'Inventaire, la commission de performance ne sera pas versée tant que les pertes n'auront pas été compensées et qu'il n'y aura pas de nouveaux profits.

Si à la fin de la Période de Calcul, la Valeur nette d'inventaire par action a atteint un nouveau seuil de référence historique, cette nouvelle Valeur nette d'inventaire servira de "*High Water Mark*" qui s'appliquera à la prochaine Période de Calcul. La commission de performance sera uniquement due si la Valeur nette d'inventaire a atteint une nouvelle Valeur Nette d'Inventaire maximale historique ("seuil de référence historique").

Le Conseil d'Administration a pris une résolution le 4 avril 2012 pour appliquer en tant que premier "*High Water Mark*" le prix de la Valeur Nette d'Inventaire par action du 31 décembre 2007 (190,93 USD pour la Classe A et 39,32 USD pour la Classe B).

La commission de performance est payable annuellement sur la base du dernier jour d'évaluation de décembre de chaque année et la Période de Calcul commence le 1er janvier et se termine le 31 décembre de chaque année.

Au 31 décembre 2019, aucune provision pour la commission de performance n'a été enregistrée étant donné que le "*High Water Mark*" n'a pas été atteint.

Note 4 - Frais d'administration centrale

La rubrique "Frais d'administration centrale" figurant dans l'état des opérations et des autres variations de l'actif net est principalement composée des commissions d'agent administratif, d'agent de transfert et d'agent domiciliaire.

Notes aux états financiers (suite)

au 31 décembre 2019

Note 5 - Taxe d'abonnement

Le Fonds est régi par les lois luxembourgeoises.

En vertu de la législation et des règlements actuellement en vigueur, le Fonds est soumis à une taxe d'abonnement au taux annuel de 0,05 %, calculée et payable par trimestre, sur base de l'actif net à la fin de chaque trimestre.

Selon l'article 175 (a) de la loi modifiée du 17 décembre 2010, la partie des actifs nets investis en OPC déjà soumis à la taxe d'abonnement est exonérée de cette taxe.

Note 6 - Total Expense Ratio ("TER")

Le TER présenté dans les "statistiques" de ces états financiers est calculé en respect de la Directive sur le calcul et la publication du TER pour les placements collectifs de capitaux, émise le 16 mai 2008 par la *Swiss Funds & Asset Management Association "SFAMA"* telle que modifiée en date du 20 avril 2015.

Le TER est calculé sur les 12 derniers mois précédant la date de ce rapport.

Les frais sur transactions ne sont pas repris dans le calcul du TER.

Si une commission de performance est prévue et a été calculée, le TER présenté inclut cette commission. De plus, le ratio de commission de performance est calculé en pourcentage de la moyenne des actifs nets pour les 12 derniers mois précédant la date de ce rapport.

Note 7 - Tantièmes

Certains Administrateurs ont droit à une commission pour services rendus, dont le taux est déterminé par le Conseil d'Administration ou par les Actionnaires à l'occasion de l'assemblée générale.

Note 8 - Changements dans la composition du portefeuille-titres

La liste des changements intervenus dans la composition du portefeuille-titres pour la période de référence des états financiers peut être obtenue à titre gratuit au siège social du Fonds et au siège du représentant en Suisse.

Note 9 - Evénements

La Société de Gestion KREDIETRUST LUXEMBOURG S.A. a résilié le contrat de gestion du Fonds avec effet au 31 décembre 2019.

LEMANIK ASSET MANAGEMENT S.A. devrait être désignée comme nouvelle Société de Gestion du Fonds.

Considérant que la CSSF n'a pas encore donné l'approbation de ce changement, KREDIETRUST LUXEMBOURG S.A. a accepté de prolonger ses services en tant que Société de Gestion jusqu'à l'approbation du régulateur.

Note 10 - Evénements subséquents

Avec effet au 16 janvier 2020, KBL European Private Bankers S.A. a modifié sa dénomination en QUINTET PRIVATE BANK (EUROPE) S.A..

Informations supplémentaires (non-auditées)

au 31 décembre 2019

1 - Gestion du risque global

Conformément aux exigences de la circulaire CSSF 11/512, le Conseil d'Administration doit déterminer le risque global du Fonds, en appliquant soit l'approche par les engagements soit l'approche par la VaR. En matière de gestion des risques, le Conseil d'Administration du Fonds a choisi d'adopter l'approche par les engagements comme méthode de détermination du risque global.

2 - Rémunération

Rémunération totale du personnel KTL ventilée entre une rémunération fixe et une rémunération variable :

- Fixe : EUR 3.564.071,10

- Variable : EUR 316.133,05

Ainsi que le nombre d'employés :

- 31 bénéficiaires

La rémunération agrégée des cadres supérieurs est EUR 930.196,00.

Les détails de la politique de rémunération actualisée de la Société de Gestion, y compris une description de la manière dont les rémunérations et les avantages sont calculés, sont disponibles sur le site internet www.kbl.lu/fr/informations-legales/reglementation/.

La rémunération totale reprise ci-dessus concerne uniquement l'activité de KTL concernant sa fonction de société de gestion et n'inclut pas la rémunération des gestionnaires délégués éventuels.

3 - Informations concernant la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation du collatéral cash (règlement UE 2015/2365, ci-après "SFTR")

Durant la période de référence des états financiers, le Fond n'a pas été engagée dans des opérations sujettes aux exigences de publications SFTR. En conséquence, aucune information concernant la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation du collatéral cash ne doit être présentée.