

AS SWEDBANK  
Liivalaia 8  
15040 Tallinn  
Estonie

Dépositaire

AS AVARON ASSET MANAGEMENT  
Narva mnt 7D  
10117 Tallinn  
Estonie

Société de gestion

CARNEGIE FUND SERVICES S.A.  
11, rue du Général-Dufour  
CH-1204 GENÈVE

Représentant

BANQUE CANTONALE DE GENÈVE  
17, quai de l'Île  
CH-1204 GENÈVE

Service de paiement

## **AVARON EMERGING EUROPE FUND**

**Fonds de placement contractuel public de type ouvert enregistré en République d'Estonie. Le Fonds satisfait aux dispositions énoncées dans la Directive 2009/65/CE du Conseil du 13 juillet 2009**

### **RAPPORT ANNUEL AU 31 DÉCEMBRE 2016**

Le prospectus et les Informations Clés pour l'Investisseur pour la Suisse, le règlement, les rapports semestriel et annuel en français, la liste des achats et ventes réalisés et d'autres informations peuvent être obtenus gratuitement auprès du représentant en Suisse du Fonds: Carnegie Fund Services S.A., 11, rue du Général-Dufour, CH-1204 Genève, Suisse, web : [www.carnegie-fund-services.ch](http://www.carnegie-fund-services.ch). Le service de paiement en Suisse est la Banque Cantonale de Genève, 17, quai de l'Île, CH-1204 Genève, Suisse. Les derniers prix des parts sont disponibles sur [www.fundinfo.com](http://www.fundinfo.com). Pour les parts du Fonds distribuées aux investisseurs non qualifiés en Suisse et à partir de la Suisse, ainsi que pour les parts du Fonds distribuées aux investisseurs qualifiés en Suisse, le for est à Genève.

Lorsque les données de performance sont mentionnées, il est important de noter que la performance historique ne représente pas un indicateur de performance actuelle ou future et que les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat des parts.



## **Avaron Emerging Europe Fund**

**RAPPORT ANNUEL POUR L'EXERCICE 2016**

Révisé par Deloitte

## TABLE DES MATIÈRES

INFORMATIONS GÉNÉRALES .....	3
RAPPORT DE GESTION .....	4
CONFIRMATION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION DU FONDS POUR LES ÉTATS FINANCIERS DE 2016 .....	5
ÉTATS FINANCIERS .....	6
BILAN .....	6
COMPTE DE RÉSULTAT .....	7
ÉTAT DES VARIATIONS DE L'ACTIF NET.....	8
ÉTAT DES FLUX DE TRÉSORERIE .....	9
NOTES SUR LES ÉTATS FINANCIERS.....	10
NOTE 1. PRINCIPES COMPTABLES ET MÉTHODES D'ÉVALUATION .....	10
NOTE 2. GESTION DES RISQUES.....	17
NOTE 3. LIQUIDITÉS ET QUASI LIQUIDITÉS .....	21
NOTE 4. CLASSIFICATION DES ACTIFS ET DES PASSIFS FINANCIERS PAR CATÉGORIE ET NIVEAU .....	22
NOTE 5. PLUS/MOINS-VALUES NETTES SUR ACTIFS FINANCIERS À LEUR JUSTE VALEUR PAR LE BIAIS DU COMPTE DE RÉSULTAT .....	24
NOTE 6. CRÉANCES ET PAIEMENTS ANTICIPÉS .....	24
NOTE 7. TRANSACTIONS AVEC LES PARTIES LIÉES.....	24
NOTE 8. AUTRES INFORMATIONS.....	25
ÉTAT DU PORTEFEUILLE .....	26
ÉTAT DES COMMISSIONS .....	32
POLITIQUE DE RÉMUNÉRATION DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION DU FONDS.....	33
RAPPORT DU RÉVISEUR INDÉPENDANT .....	34

## INFORMATIONS GÉNÉRALES

Le fonds Avaron Emerging Europe est un fonds de placement contractuel de type ouvert enregistré en République d'Estonie, dont les parts sont distribuées au public. Le Fonds satisfait aux exigences énoncées dans la Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil.

Nom du Fonds	Avaron Emerging Europe Fund
Société de gestion du Fonds	AS Avaron Asset Management (numéro d'enregistrement 11341336)
Siège et adresse de la société de gestion du Fonds	Adresse : Narva road 7D, 10117 Tallinn, Estonie Tél. : +372 664 4200 Fax : +372 664 4201 E-mail : <a href="mailto:avaron@avaron.com">avaron@avaron.com</a> <a href="http://www.avaron.com">www.avaron.com</a>
Dépositaire et Banque dépositaire	Swedbank AS (numéro d'enregistrement 10060701)
Administration du Fonds (calcul de la VNI) et services d'agent de transfert	Swedbank AS (numéro d'enregistrement 10060701)
Société d'audit	AS Deloitte Audit Eesti (numéro d'enregistrement 10687819)
Autorité de surveillance	Estonian Financial Supervision Authority
Gestionnaires	Kristel Kivinurm-Priisalm, Valdur Jaht, Peter Priisalm
Établissement du Fonds	3 avril 2007
Lancement du Fonds	23 avril 2007
Période comptable	1 <sup>er</sup> janvier 2016 – 31 décembre 2016

## RAPPORT DE GESTION

Avaron Emerging Europe Fund (ci-après le « Fonds ») investit de manière active dans des actions de sociétés inscrites à la cote d'une bourse et basées dans les nouveaux États membres de l'Union européenne et dans les pays ayant vocation à la rejoindre (soit les pays émergents d'Europe, hors Russie). Le Fonds ne suit aucun indice de référence et applique une sélection des titres ascendante (*bottom-up*) axée « valeur », avec une préférence pour les sociétés de petite et de moyenne capitalisations. Il a pour objectif d'optimiser le potentiel de hausse par rapport aux prix-cibles fixés à l'interne, en tenant compte de la qualité des sociétés, de la liquidité du marché et des perspectives en matière de change. En appliquant ce processus d'investissement, nous avons pour but de surperformer le marché en période de volatilité plus faible. En général, le Fonds investit dans 30 à 40 sociétés régionales qui présentent un avantage concurrentiel ou offrent un rapport risque/rendement attractif. Il adhère en outre aux Principes pour l'investissement responsable des Nations unies. Convenant aux investisseurs souhaitant investir dans un portefeuille de titres de sociétés de pays émergents d'Europe, il agit en tant que fonds diversificateur de moyen à long terme qui investit dans les marchés émergents du monde entier et dans les actions européennes ou internationales.

En 2016, le Fonds a sous-performé l'indice de référence MSCI EFM Central and Eastern Europe & CIS ex Russia et a enregistré un rendement net de -0,3 % à +0,6 % (selon la catégorie de parts), contre +8,2 % pour l'indice de référence. Cette sous-performance est avant tout due au marché des changes turc, frappé par un contexte politique défavorable, et à la surpondération de la Roumanie, qui n'a rien rapporté. En cinq ans, il a affiché une performance de +58,5 % contre +18,2 % pour l'indice, alors qu'il devait compter avec une volatilité presque deux fois plus faible (9,5 % contre 16,4 % pour l'indice), générant un alpha de 8,2 % pour nos investisseurs. En 2016, le total de son actif net est passé de 44,2 à 63,1 millions d'euros.

	2012	2013	2014	2015	2016
Parts A	18,6%	16,1%	7,2%	4,5%	-0,1%
Parts B	19,2%	16,7%	7,8%	5,0%	0,6%
Parts C	19,4%	15,7%	7,0%	4,2%	0,4%
Parts D	18,3%	15,8%	6,9%	4,3%	-0,3%
Parts E	19,7%	14,6%	6,5%	2,9%	-0,1%
<b>Index*</b>	<b>26,5%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>8,2%</b>

\*MSCI EFM Central and Eastern Europe & CIS ex Russia

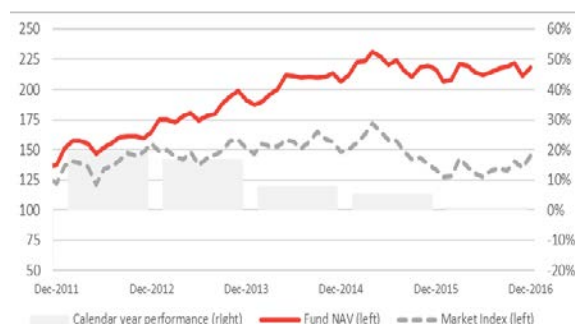


Tableau 1. Rendements nets des parts du Fonds (EUR) Graphique 1. Performance de la VNI du Fonds par rapport à celle du marché (2012-2016)

17 février 2017

Kristel Kivimurm-Priisalm

Gestionnaire du Fonds et membre du Conseil d'administration

## CONFIRMATION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION DU FONDS POUR LES ÉTATS FINANCIERS DE 2016

Le Conseil d'administration de la Société de Gestion a préparé les états financiers annuels du Fonds Avaron Emerging Europe Fund le 28 avril 2017.

Les états financiers ont été préparés conformément aux exigences énoncées dans la Loi comptable estonienne, la Loi sur les fonds de placement ainsi que le décret du ministre estonien des Finances du 13 avril 2011 sur les exigences relatives à la publication des rapports des fonds de placement. Ils donnent une image sincère et fidèle de l'actif, du passif, de la valeur nette d'inventaire et des résultats du fonds Avaron Emerging Europe Fund. Le Conseil d'administration considère que le fonds Avaron Emerging Europe est en position de poursuivre son activité.

Les états financiers annuels du Fonds Avaron Emerging Europe Fund ont été approuvés par la Société de gestion et les gestionnaires du Fonds.

Nom	Date	Signature
Kristel Kivinurm-Priisalm Membre du Conseil d'administration de la Société de gestion /Gestionnaire de fonds	28.04.2017	Signature numérique
Valdur Jaht Membre du Conseil d'administration de la Société de gestion/Gestionnaire de fonds	28.04.2017	Signature numérique
Peter Priisalm Gestionnaire de fonds	28.04.2017	Signature numérique

## ÉTATS FINANCIERS

### BILAN

En euros

<b>ACTIF</b>	<b>Note</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>
Liquidités et quasi-liquidités	3	12 019 662	7 687 081
Actifs financiers à leur juste valeur par le biais du compte de résultat :	4		
Actions et parts		48 539 737	34 696 222
Obligations		2 608 603	2 492 591
Créances et paiements anticipés	4; 6	26 223	26 969
<b>TOTAL DE L'ACTIF</b>		<b>63 194 225</b>	<b>44 902 863</b>
<b>PASSIF</b>			
<b>Autres passifs financiers</b>			
À payer à la Société de gestion	4; 7	53 471	693 615
À payer au Dépositaire	4	26 879	12 775
Autres passifs	4	1 416	6 042
<b>TOTAL DU PASSIF (hors actifs nets imputables aux porteurs de Parts)</b>		<b>81 766</b>	<b>712 432</b>
<b>ACTIFS NETS IMPUTABLES AUX PORTEURS DE PARTS</b>		<b>63 112 459</b>	<b>44 190 431</b>

**COMPTE DE RÉSULTAT**

En euros

	Note	01.01.2016- 31.12.2016	01.01.2015- 31.12.2015
<b>PRODUITS</b>			
<b>Produits d'intérêts</b>		<b>149 011</b>	<b>180 890</b>
Sur les obligations		148 275	180 124
Sur les dépôts		736	766
<b>Produits de dividendes</b>			
Sur les actions et parts de fonds		<b>1 817 574</b>	<b>1 100 194</b>
		1 817 574	1 100 194
<b>Plus/Moins-values nettes sur actifs financiers à leur juste valeur par le biais du compte de résultat</b>			
Sur les actions et parts de fonds	5	<b>749 355</b>	<b>1 462 876</b>
Sur les obligations	5	503 711	1 031 887
Sur les produits dérivés	5	245 644	403 732
		-	27 257
<b>Plus/Moins-values nettes sur les opérations de change</b>		<b>-1 878 768</b>	<b>- 389 515</b>
<b>TOTAL DES PRODUITS</b>		<b>837 172</b>	<b>2 354 445</b>
<b>FRAIS D'EXPLOITATION</b>			
Frais de gestion	7	572 329	485 624
Commission de performance	7	385 355	719 749
Commission de dépositaire		135 487	123 773
Frais de transaction		6 900	3 112
Autres frais d'exploitation		14 436	13 090
<b>TOTAL DES FRAIS D'EXPLOITATION</b>		<b>1 114 507</b>	<b>1 345 348</b>
<b>PRODUITS NETS</b>		<b>- 277 335</b>	<b>1 009 097</b>



## ÉTAT DES VARIATIONS DE L'ACTIF NET

En euros

	01.01.2016- 31.12.2016	01.01.2015- 31.12.2015
<b>ACTIF NET AU DÉBUT DE LA PÉRIODE</b>	<b>44 190 431</b>	<b>39 174 466</b>
Liquidités reçues pour l'émission de parts	30 076 125	18 174 454
Montant payé pour le rachat de parts	-10 876 762	-14 167 587
Résultat net du Fonds	- 277 335	1 009 097
<b>ACTIF NET À LA FIN DE LA PÉRIODE</b>	<b>63 112 459</b>	<b>44 190 431</b>
Parts A en circulation à la fin de la période:	202 045,274	214 577,983
Parts B en circulation à la fin de la période:	524 315,749	749 350,911
Parts C en circulation à la fin de la période:	40 819,818	95 063,214
Parts D en circulation à la fin de la période:	688 844,104	693 423,275
Parts E en circulation à la fin de la période:	4 016 966,241	2 353 961,560
VNI des parts A :	4,2209	4,2242
VNI des parts B :	4,4518	4,4256
VNI des parts C :	15,2343	15,1698
VNI des parts D :	12,7733	12,8153
VNI des parts E :	12,5729	12,5912
Valeur nette d'inventaire totale des Parts A :	852 807	906 414
Valeur nette d'inventaire totale des Parts B :	2 334 144	3 316 331
Valeur nette d'inventaire totale des Parts C :	621 862	1 442 091
Valeur nette d'inventaire totale des Parts D :	8 798 778	8 886 434
Valeur nette d'inventaire totale des Parts E :	50 504 868	29 639 161
<b>VALEUR NETTE D'INVENTAIRE TOTALE</b>	<b>63 112 459</b>	<b>44 190 431</b>

## ÉTAT DES FLUX DE TRÉSORERIE

En euros

	<b>01.01.2016- 31.12.2016</b>	<b>01.01.2015- 31.12.2015</b>
<b>FLUX DE TRÉSORERIE LIÉS AUX ACTIVITÉS OPÉRATIONNELLES</b>		
Intérêts reçus	148 735	162 419
Dividendes reçus	1 811 060	1 105 394
Résultat net issu des opérations de change	- 27 825	16 328
Vente de placements	9 525 535	9 747 177
Achats de placements	-24 571 343	-17 781 243
Frais d'exploitation payés	-1 741 737	- 841 566
	<b>-14 855 575</b>	<b>-7 591 491</b>
<b>FLUX DE TRÉSORERIE LIÉS AUX ACTIVITÉS DE FINANCEMENT</b>		
Produit issu de l'émission de parts	30 081 949	18 163 744
Montant payé pour le rachat de parts	-10 880 199	-14 367 674
	<b>19 201 750</b>	<b>3 796 070</b>
<b>TOTAL DES FLUX DE TRÉSORERIE</b>	<b>4 346 175</b>	<b>-3 795 421</b>
<b>LIQUIDITÉS ET QUASI-LIQUIDITÉS</b>		
Liquidités et quasi-liquidités au début de la période	7 687 081	11 460 629
Effet des fluctuations de taux de change sur les liquidités et quasi-liquidités	- 13 594	21 873
<b>Liquidités et quasi-liquidités à la fin de la période</b>	<b>12 019 662</b>	<b>7 687 081</b>

## NOTES SUR LES ÉTATS FINANCIERS

### NOTE 1. PRINCIPES COMPTABLES ET MÉTHODES D'ÉVALUATION

Les états financiers annuels 2016 du fonds Avaron Emerging Europe ont été établis en conformité avec les exigences de la Loi comptable estonienne et la Loi en vigueur sur les fonds de placement, telles que complétées par les décrets du ministre estonien des Finances. Conformément au décret n° 21 du 13 avril 2011 émis par le ministre estonien des Finances traitant des exigences relatives à la publication des rapports des fonds de placement, les états financiers ont été préparés sur la base des principes comptables et des normes internationales d'information financières (ci-après les « normes IFRS ») adoptées par la Commission européenne et comprenant les spécifications prévues par la réglementation et les Règles de calcul de la valeur nette d'inventaire des fonds.

Les états financiers ont été établis en euros, la devise de fonctionnement et de présentation du Fonds.

Les principales normes comptables utilisées lors de la préparation des états financiers sont présentées ci-après.

#### Normes et interprétations utilisées pour la période sous revue

Voici les normes, les amendements aux normes existantes et les interprétations approuvés jusqu'à présent par l'UE, mais qui ne sont pas encore entrés en vigueur :

- Amendements à la norme IAS 19 « Avantages du personnel » intitulés « Régimes à prestations définies : contributions des membres du personnel », adoptés par l'UE le 17 décembre 2014 (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> février 2015) ;
- Amendements à diverses normes : publication d'« Améliorations annuelles des IFRS (cycle 2010-2012) » dans le cadre du projet annuel d'améliorations des normes IFRS (IFRS 2, IFRS 3, IFRS 8, IFRS 13, IAS 16, IAS 24 et IAS 38) dont l'objectif principal est de supprimer les incohérences et de clarifier la formulation – adoptés par l'UE le 17 décembre 2014 (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> février 2015) ;
- Amendements à la norme IFRS 11 « Partenariats » intitulés « Comptabilisation des acquisitions d'intérêts dans une entreprise commune » (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2016) ;
- Amendements aux normes IFRS 10 « États financiers consolidés », IFRS 12 « Informations à fournir sur les intérêts détenus dans d'autres entités » et IAS 28 « Participations dans des entreprises associées et des coentreprises » intitulés « Entités d'investissement : application de l'exemption de consolidation » (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2016) ;
- Amendements à la norme IAS 1 « Présentation des états financiers » intitulés « Initiative concernant les informations à fournir » (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2016) ;
- Amendements aux normes IAS 16 « Immobilisations corporelles » et IAS 38 « Immobilisations incorporelles » intitulés « Clarification sur les modes d'amortissement acceptables » (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2016) ;
- Amendements aux normes IAS 16 « Immobilisations corporelles » et IAS 41 « Agriculture » intitulés « Agriculture : plantes productrices » (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2016) ;
- Amendements à la norme IAS 27 « États financiers individuels » intitulés « Utilisation de la méthode de la mise en équivalence dans les états financiers individuels » ;

- Amendements à diverses normes : publication des « Améliorations annuelles des IFRS (cycle 2012-2014) » dans le cadre du projet annuel d'améliorations des normes IFRS (IFRS 5, IFRS 7, IAS 19 et IAS 34) dont l'objectif principal est de supprimer les incohérences et de clarifier la formulation (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2016).

L'application de ces amendements aux normes existantes n'a entraîné aucun changement dans le rapport annuel du Fonds.

### **Normes et interprétations publiées par l'IASB qui ne sont pas encore adoptées par l'UE et que le Fonds n'applique pas encore**

Voici les normes, les amendements aux normes existantes et les interprétations approuvés jusqu'à présent par l'UE, mais qui ne sont pas encore entrés en vigueur :

- Norme IFRS 9 « Instruments financiers » (2014) (applicable aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018) ;
- Norme IFRS 15 « Produits provenant de contrats avec les clients » (applicable aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018 ).

Le Fonds n'a pas appliqué ces nouvelles normes ou ces amendements avant leur date d'entrée en vigueur. Même si ces nouvelles normes et ces amendements peuvent entraîner des changements dans les principes comptables du Fonds, celui-ci n'a pas encore établi leur impact potentiel sur ses rapports financiers.

### **Normes et interprétations publiées par l'IASB mais pas encore adoptées par l'UE**

À l'heure actuelle, les normes IFRS adoptées par l'UE ne diffèrent pas de manière significative des réglementations adoptées par le Conseil international des normes comptables (IASB), à l'exception des normes et des amendements suivants aux normes et interprétations existantes, qui n'ont pas été homologuées à la date de publication des états financiers :

- Norme IFRS 14 « Comptes de report réglementaires ». La Commission européenne a décidé de ne pas lancer la procédure d'approbation de cette norme intermédiaire et donc d'attendre la norme finale ;
- Amendements aux normes IFRS 10 « États financiers consolidés » et IAS 28 « Participations dans des entreprises associées et des coentreprises » intitulés « Vente ou apport d'actifs entre un investisseur et une entreprise associée ou une coentreprise » (approbation par l'Union européenne actuellement suspendue) ;
- Norme IFRS 16 « Contrats de location » (applicable aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019 ; utilisation non encore approuvée dans l'U.E.) ;
- Norme IAS 12 « Impôts sur le résultat » intitulée « Comptabilisation d'actifs d'impôt différé au titre de pertes latentes » (applicable aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017) ;
- Norme IAS 7 « Tableau des flux de trésorerie » (applicable aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017) ;
- Norme IFRIC 22 « Transactions en monnaie étrangère et contrepartie anticipée » (applicable aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018) ;
- Amendements à la norme IFRS 15 « Produits des activités ordinaires tirés des contrats conclus avec des clients » (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018) ;
- Norme IFRS 2 « Paiement fondé sur des actions » (applicable aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018) ;
- Amendements à la norme IAS 40 « Immeubles de placement » (applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018) ;

- Amendements à la norme IFRS 4 « Contrats d'assurance » en application de la norme IFRS 9 « Instruments financiers » (applicable aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018) ;
- Amendements à diverses normes : publication des « Améliorations annuelles des IFRS (cycle 2014-2016) » dans le cadre du projet annuel d'améliorations des normes IFRS (IFRS 1, IFRS 12 et IAS 28), dont l'objectif principal est de supprimer les incohérences et de clarifier la formulation (les amendements à la norme IFRS 12 sont applicables aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017 et ceux aux normes IFRS 1 et IAS 28, aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018).

Le Fonds n'a pas mesuré l'impact que les nouvelles normes et les amendements auront sur ses principes comptables et sur son rapport annuel.

Dans le même temps, la comptabilité de couverture relative au portefeuille d'actifs et de passifs financiers, dont les principes n'ont pas été adoptés par l'UE, demeure sans législation. Selon les estimations du Fonds, l'adoption de la comptabilité de couverture pour le portefeuille d'actifs et de passifs financiers conformément à la norme IAS 39 « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation » ne devrait pas avoir de conséquences significatives sur les états financiers, si cette dernière est appliquée à la date de clôture du bilan.

### **Modification de la présentation des informations**

Après avoir évalué les risques de liquidité, la direction a décidé de modifier le calcul des positions pouvant prendre plus que dix jours pour être liquidées. Jusqu'à présent, sept jours étaient nécessaires pour calculer le risque de liquidité. Suite à la mise à jour du prospectus du Fonds en 2016, il est désormais possible de reporter la date de paiement des demandes de rachat de trois à dix jours lorsque certaines conditions sont remplies, permettant ainsi d'étendre la période de calcul des facteurs de liquidité. La nouvelle méthode de calcul a été appliquée à la période précédente ; les résultats sont présentés à la note 2.

### **Recours aux estimations et aux opinions**

La préparation des états financiers exige que la direction porte des jugements, fasse des estimations et formule des hypothèses qui influent sur l'application des principes comptables et sur les montants constatés des actifs et des passifs ainsi que sur les produits et les charges. Il a été fait recours aux estimations et aux opinions en pleine connaissance et en référence aux expériences antérieures et à d'autres facteurs que la direction considère comme raisonnables selon les circonstances. Les estimations et hypothèses sous-jacentes sont examinées régulièrement.

Les instruments financiers sont reconnus dans le bilan à leur juste valeur, selon les principes énoncés dans les Règles de calcul de la valeur nette d'inventaire des fonds approuvées par le Conseil d'administration. Les prix cotés sur les marchés actifs sont principalement utilisés afin de mesurer la juste valeur des instruments financiers. Si les prix sur les marchés actifs ne sont pas disponibles, d'autres modèles d'évaluation seront utilisés conformément aux Règles de calcul de la valeur nette d'inventaire des fonds. Les principaux risques liés aux estimations et aux opinions pouvant affecter la valeur des actifs et des passifs du Fonds concernent l'évaluation de la juste valeur des instruments financiers selon des modèles d'évaluation ayant recours à des données non observables.

### **Transactions en devises**

Les transactions en devises sont enregistrées en appliquant le dernier taux de change acheteur établi par le dépositaire des fonds gérés par AS Avaron Asset Management à la date de la transaction (ci-après désigné « le taux acheteur du dépositaire »). Les actifs et les passifs libellés en devises étrangères sont convertis en euros sur la base du taux acheteur du dépositaire applicable à la date de clôture du bilan.

Les gains et les pertes de change découlant des transactions en devises sont enregistrés, en montants nets, dans le compte de résultat au poste « Gains/(Pertes) sur transactions en devises ».

## **Instruments financiers**

Un instrument financier est un contrat donnant lieu à un actif financier d'une entité et à un passif financier ou à un instrument de capitaux propres d'une autre entité.

Les actifs financiers comprennent les liquidités, le droit contractuel de recevoir des liquidités ou des autres actifs financiers d'une autre partie (par exemple des créances), des instruments de capitaux propres d'une autre entité et des droits contractuels d'échanger des actifs financiers auprès d'une autre entité dans des conditions potentiellement favorables pour cette dernière. Les passifs financiers englobent l'obligation contractuelle de remettre des liquidités ou d'autres actifs financiers à une autre entité ou d'échanger des actifs financiers auprès d'une autre entité dans des conditions potentiellement défavorables pour cette dernière.

Les actifs et passifs financiers sont initialement comptabilisés à leur coût, c'est-à-dire à la juste valeur de la somme payée ou reçue pour acquérir l'actif ou le passif financier. Les instruments financiers sont ensuite divisés en quatre catégories conformément aux principes de la norme IAS 39, selon le but de leur acquisition :

1. Actifs financiers à leur juste valeur par le biais du compte de résultat ;
2. Actifs financiers détenus jusqu'à échéance ;
3. Prêts et créances ;
4. Actifs financiers disponibles à la vente.

Le Fonds ne détient aucun actif financier détenu jusqu'à échéance ou disponible à la vente.

## **Instruments financiers à leur juste valeur par le biais du compte de résultat**

### *Classification*

Le Fonds classe ses investissements en dettes, capitaux propres et instruments financiers dérivés en tant qu'actifs ou passifs financiers par le biais du compte de résultat. Cette catégorie est divisée en deux sections : les investissements détenus à des fins de négociation et les actifs et passifs financiers par le biais du compte de résultat – catégories attribuées dès la comptabilisation initiale. Le Fonds enregistre tous les investissements dans la seconde section, soit la comptabilisation à la juste valeur par le biais du compte de résultat, en utilisant l'option de la juste valeur au moment de la constatation initiale, selon la stratégie d'investissement du Fonds.

### *Comptabilisation*

Lors d'opérations économiques normales comptabilisant des investissements en actions, parts, obligations et instruments dérivés, il est fait recours au principe comptable de la date de conclusion (*trade date accounting*). La date de conclusion est définie comme la date à laquelle le Fonds assume l'obligation d'acheter ou de vendre un investissement. Les actifs et passifs financiers sont initialement comptabilisés à leur coût d'acquisition, c'est-à-dire à la juste valeur de la somme payée pour acquérir l'actif financier. Le coût d'acquisition initial des actifs financiers à la juste valeur par le biais du compte de résultat englobe tous les frais directs liés à l'actif ou au passif financier (commissions). Conformément à la norme IFRS 13, les commissions devraient être directement comptabilisées dans le compte de résultat. Les commissions comptabilisées au coût d'acquisition sont négligeables et n'ont pas d'impact sur les actifs ou les produits nets du Fonds. Les commissions sont comptabilisées dans le rapport semestriel au poste « Plus/Moins-values nettes sur actifs financiers à leur juste valeur par le biais du compte de résultat » par le biais d'une réévaluation. Si les commissions étaient comptabilisées de manière directe, elles auraient été incluses dans les frais d'exploitation.

Suite à leur comptabilisation initiale, tous les éléments de l'actif et du passif financiers sont mesurés à leur juste valeur dans la catégorie « à leur juste valeur par le biais du compte de résultat ». Les plus/(moins)

values découlant de la réévaluation des valeurs mobilières sont enregistrées dans le compte de résultat au poste « plus/(moins) values sur actifs financiers à leur juste valeur par le biais du compte de résultat ».

Les produits de dividendes issus des actifs financiers à leur juste valeur par le biais du compte de résultat sont enregistrés dans le compte de résultat au poste « Produits de dividendes » lorsque le droit du Fonds à l'égard du dividende est établi.

### *Juste valeur des instruments financiers*

La juste valeur est le prix qui serait reçu pour vendre un actif ou payé pour transférer un passif lors d'une transaction ordonnée sur le marché principal (ou le marché le plus avantageux) – en d'autres termes le prix de sortie – entre des intervenants du marché à la date d'évaluation, peu importe si le prix est facilement traçable ou s'il doit être déterminé sur la base d'autres techniques d'évaluation. Conformément à la hiérarchie des justes valeurs énoncée dans la norme IFRS 13, les instruments financiers à leur juste valeur doivent être divisés en trois niveaux selon le degré des données observables utilisées :

- Niveau 1 – Prix non ajustés cotés sur un marché actif pour des actifs ou des passifs identiques ;
- Niveau 2 – Données autres que les prix visés au niveau 1, qui sont observables directement ou indirectement ;
- Niveau 3 – Données non observables concernant l'actif ou le passif.

On considère comme donnée observable les données issues de données de marché (telles des informations accessibles au public sur des événements ou des transactions réels) qui reflètent les hypothèses que les intervenants du marché utiliseraient lors de la fixation du prix d'un actif ou d'un passif. Lorsque l'évaluation de la juste valeur est établie selon des données classées dans plusieurs niveaux de la hiérarchie des justes valeurs, le niveau le plus bas des données utilisées sera le niveau significatif pour l'évaluation de la juste valeur de l'instrument en question.

Si un instrument est négocié sur plusieurs marchés réglementés, on considérera comme marché principal, d'après un jugement professionnel, le marché le plus liquide et le plus représentatif.

La juste valeur des instruments financiers est évaluée selon les Règles de calcul de la valeur nette d'inventaire des fonds approuvées par le Conseil d'administration. Les principes généraux sont les suivants :

- la valeur de marché des actions échangées sur un marché réglementé est déterminée en fonction du cours de clôture officiel à la date du bilan. Si le cours de clôture n'est pas disponible, on utilise le cours moyen officiel. Si ce dernier n'est pas disponible non plus, il convient d'utiliser le dernier cours acheteur officiel.
- De l'avis de la société Avaron, il est possible que le prix de marché des obligations ne reflète pas la juste valeur des valeurs mobilières, même lorsque ce prix est disponible. La valeur des obligations qui ne s'échangent pas sur un marché réglementé est déterminée sur la base de la moyenne des cours acheteurs et vendeurs fournis par le service de cotation utilisé. Si les cours ne sont pas disponibles ou si la société de gestion du Fonds estime que ces cours ne reflètent pas la juste valeur de l'obligation, le prix est déterminé selon la courbe des taux de rendement.
- La valeur des options qui ne s'échangent pas sur un marché réglementé est déterminée à l'aide du modèle d'évaluation Black & Scholes. La société de gestion du Fonds consulte la contrepartie de l'option avant de déterminer quelles sont les données nécessaires au calcul.

### *Décomptabilisation*

Les valeurs mobilières sont retirées du bilan dès lors que les actifs financiers correspondant ne sont plus sous le contrôle du Fonds, soit parce qu'ils ont été cédés, soit parce qu'ils sont arrivés à maturité. Les plus/(moins)-values réalisées résultant d'opérations sur valeurs mobilières sont enregistrées selon la méthode PEPS (premier entré, premier sorti). Dans le compte de résultat, la ligne faisant référence aux plus/(moins)-values sur la vente d'un instrument financier correspond à la différence entre le produit de la vente et le coût d'acquisition d'un instrument donné. Le montant des ventes des valeurs mobilières comprend les commissions liées aux transactions.

### Compensation

Les actifs et passifs financiers à leur juste valeur par le biais du compte de résultat sont compensés uniquement lorsque le Fonds est légalement en droit de compenser les montants et a l'intention d'exercer ce droit.

### Liquidités, quasi-liquidités et flux de trésorerie

Les liquidités et quasi-liquidités englobent les comptes courants et les dépôts au jour le jour du Fonds dont le risque d'une modification de leur juste valeur est négligeable.

Les flux de trésorerie découlant des activités opérationnelles sont enregistrés selon la méthode directe.

### Dépôts

Les dépôts comprennent les dépôts à terme des établissements de crédits, pour autant que leur échéance ne dépasse pas douze mois. Les dépôts sont initialement comptabilisés au coût d'acquisition, puis évalués au coût amorti selon la méthode du taux d'intérêt effectif.

### Créances et paiements anticipés

Les créances englobent les bénéfices à recevoir mais non encore encaissés, dont les dividendes à recevoir et les autres produits à recevoir. Les produits à recevoir divers regroupent les produits à recevoir sur des cessions de titres non réglées.

Les créances et les paiements anticipés sont initialement comptabilisés à leur juste valeur puis enregistrés, selon la méthode du taux d'intérêt effectif, au coût amorti, à partir duquel toute perte de valeur a été déduite.

### Autres passifs financiers

Les autres passifs financiers regroupent les frais de gestion et les commissions de performance à payer à la société de gestion du Fonds ainsi que les commissions de dépositaire et les frais de transaction à payer au dépositaire. Le passif inclut également les sommes dues aux porteurs de parts au titre des rachats de parts. Les passifs divers comprennent les sommes à payer dans le cadre des transactions d'achats de valeurs mobilières.

Les autres passifs financiers sont initialement comptabilisés à leur juste valeur, puis enregistrés au coût amorti selon la méthode du taux d'intérêt effectif.

### Parts du Fonds

Le Fonds dispose de cinq catégories de parts pouvant être rachetées à la demande des porteurs de parts. Chaque catégorie de parts est dotée de droits différents. Toutes les catégories de parts sont comptabilisées en tant que passifs financiers. Les Parts sont émises, rachetées et échangées chaque jour ouvré selon le règlement du Fonds. Le prix de rachat d'une part équivaut à la valeur nette d'inventaire d'une part le jour de transaction, duquel les frais de rachat et les frais de pénalité peuvent être déduits.

La valeur nette d'inventaire d'une Part est calculée en divisant la valeur nette d'inventaire totale d'une catégorie de Parts par le nombre de Parts émises et non rachetées de cette catégorie (ajusté par le nombre de Parts issues des ordres de souscription et de rachat reçus par la Société de Gestion). Les revenus du Fonds ne seront pas distribués aux porteurs de parts mais réinvestis. Les changements de la valeur nette d'inventaire des Parts refléteront les gains ou les pertes des porteurs de part.



### **Produits d'intérêts et de dividendes**

Les produits d'intérêts sont comptabilisés selon la méthode de la comptabilité d'exercice sur la base du taux d'intérêt effectif. Dans cette catégorie figurent les intérêts issus des liquidités et quasi-liquidités, des dépôts et des instruments de créance, qui sont enregistrés à leur juste valeur par le biais du compte de résultat.

Les dividendes reçus sont comptabilisés au poste « Produits de dividendes » dès que le montant de dividende auquel a droit l'actionnaire est déterminé.

### **Frais d'exploitation**

Les frais d'exploitation du Fonds incluent les frais de gestion et les commissions de performance à payer à la Société de gestion, les commissions de dépositaire à payer au dépositaire du Fonds, les frais d'administration du Fonds, les frais de tenue des registres des parts du Fonds, les frais de transaction et autre frais d'exploitation mentionnés dans le règlement du Fonds. Les frais de transaction liés à des achats ou à des cessions de valeurs mobilières sont comptabilisés dans le compte de résultat au poste « Frais de transaction ». Les commissions qui ont été payées dans le cadre de l'acquisition de valeurs mobilières, mais qui ne sont pas clairement identifiables, sont enregistrées dans les coûts d'acquisition des valeurs mobilières.

### **Parties liées**

Sont considérées comme parties liées au Fonds la société de gestion AS Avaron Asset Management, d'autres fonds de placement gérés par la Société de gestion, ainsi que l'ensemble des sociétés appartenant au groupe. Conformément au règlement du Fonds, ce dernier verse chaque mois les frais de gestion à la Société de gestion. Les transactions avec les sociétés appartenant au groupe ont été effectuées selon les conditions de marché.

## NOTE 2. GESTION DES RISQUES

### Bref aperçu des techniques d'investissement et de gestion des risques

La Société de Gestion du Fonds applique une stratégie d'investissement orientée sur la valeur et privilégiant la sélection des titres, sur la base d'un examen des sociétés et d'analyses sectorielles et macroéconomiques. L'analyse des sociétés comporte une sélection quantitative, une analyse qualitative et des travaux d'évaluation. La première étape, la phase quantitative, consiste à analyser le niveau de liquidités de la société et ses états financiers de base. Si la société est conforme à nos critères, nous rencontrons les membres de la direction pour l'étape suivante, l'analyse qualitative. Durant cet entretien, nous étudions notamment le modèle d'affaires de la société, sa stratégie, ses perspectives de croissance, son niveau de transparence, sa politique en matière de dividendes ainsi que sa conformité aux Principes pour l'investissement responsable de l'ONU. Si la société est retenue à l'issue de cette étape, la Société de Gestion du Fonds élabore un modèle financier lui correspondant et détermine son prix-cible. Les sociétés présentant un fort potentiel de hausse par rapport au prix-cible (ajusté au niveau des liquidités, à la transparence, à la cyclicité du modèle d'affaires et à d'autres paramètres de risques) font l'objet d'un investissement.

L'analyse des liquidités du portefeuille ainsi que la diversification selon les secteurs, les pays, les devises et les instruments constituent le principal outil de gestion des risques. Par ailleurs, la Société de Gestion peut avoir recours aux instruments dérivés à des fins de couverture ou prendre une exposition directionnelle aux devises. Elle suit activement les résultats financiers des sociétés et effectue des modifications pertinentes du portefeuille du Fonds en fonction du potentiel de hausse des sociétés par rapport aux prix-cibles et de son opinion sur les tendances macroéconomiques.

La Société de Gestion a établi des procédures pour la gestion interne des risques en vue d'identifier, de surveiller, de mesurer et de couvrir les risques associés aux investissements du Fonds. Elle vérifie en outre régulièrement que le Fonds respecte ses restrictions d'investissement.

### Risque de crédit

Le risque de crédit est le risque que l'émetteur des valeurs mobilières dans lesquels le Fonds a investi ou la contrepartie d'une transaction conclue pour le compte du Fonds manque, intégralement ou partiellement, à ses obligations (p. ex. lorsqu'un émetteur ne rembourse pas les titres de créance émis, une contrepartie ne fournit pas les valeurs mobilières ou les liquidités convenues ou en cas de défaut d'une contrepartie pour un prêt garanti par le Fonds), occasionnant des dommages aux Fonds.

Exposition maximale au risque de crédit à la date de clôture (EUR) :

	<b>31.12.2016</b>	<b>% de la VNI</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>% de la VNI</b>
Liquidités et quasi-liquidités	12 019 662	19,04 %	7 687 081	17,40 %
Obligations de sociétés	2 608 603	4,13 %	2 492 591	5,64 %
Créances et paiements anticipés	26 223	0,04 %	26 969	0,06 %
<b>TOTAL</b>	<b>14 654 488</b>	<b>23,21 %</b>	<b>10 206 641</b>	<b>23,10 %</b>

Les actifs du Fonds sont investis en obligations liquides et transmissibles. Pour les titres de créance dont la note octroyée par S&P est de type *investment grade*, soit BBB- ou plus (ou une note équivalente de Moody's), les données financières de base de l'émetteur ainsi que les conditions d'émission (voir prospectus) seront analysées. Pour les titres de créance sans notation ou de type *non-investment grade*, une procédure de due diligence plus approfondie sera appliquée.

Répartition des obligations selon leur note Standard & Poor's (EUR) :

	<b>31.12.2016</b>	<b>% de la VNI</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>% de la VNI</b>
BB	2 608 603	4,13 %	2 357 903	5,34 %
Sans notation	-	-	134 688	0,30 %
<b>TOTAL</b>	<b>2 608 603</b>	<b>4,13 %</b>	<b>2 492 591</b>	<b>5,64 %</b>

Les liquidités et quasi-liquidités du Fonds sont détenues par le dépositaire du Fonds Swedbank, noté AA- au 17.06.2016.

### Risque de liquidité

Le risque de liquidité est le risque qu'un instrument financier ne puisse pas être vendu en raison d'un faible niveau de liquidité au moment voulu ou à un prix raisonnable, ou parce qu'il n'existe pas de marché où le vendre (ou d'acheteur à qui le vendre). Il concerne en particulier les investissements dans des sociétés à petites capitalisations et dans des instruments qui ne sont pas négociés sur un marché en valeurs mobilières réglementé.

Le risque de liquidité est géré grâce à une analyse régulière des liquidités et à des limitations quant au dénouement estimé des positions et à la part détenue du capital social ou du flottant.

Le Fonds conserve ses lignes de crédit pour un montant de 1 000 000 EUR, auxquelles il peut recourir afin de répondre à des besoins en liquidités à court terme. Ces lignes de crédit n'ont pas été utilisées au 31.12.2016.

Exposition maximale des passifs financiers selon l'échéance à la date de clôture (EUR) :

	Jusqu'à 3 jours		Jusqu'à 1 mois		Plus d'1 mois	
	<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>
À payer à la Société de gestion	-	-	53 471	693 615	-	-
À payer au Dépositaire	-	-	26 879	12 775	-	-
À payer sur les parts rachetées	-	3 437	-	-	-	-
Autres passifs	-	-	-	-	1 416	2 605
Actifs imputables aux porteurs de parts	-	-	-	-	63 112 459	44 190 431
<b>TOTAL</b>	<b>-</b>	<b>3 437</b>	<b>80 350</b>	<b>706 390</b>	<b>63 113 875</b>	<b>44 193 036</b>

Positions dont le dénouement peut prendre plus de dix jours selon le volume moyen des opérations sur six mois (30 % du volume des transactions).

Nom de l'instrument	Zone géographique	Secteur	% de la VNI	
			<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>
KRKA	Slovénie	Santé	3,46%	3,41%
ATRIUM EUROPEAN REAL ESTATE	Autriche	Immobilier	3,31%	1,90%
BRD GR SOCIETE GENERALE SA RON	Roumanie	Finance	3,19%	4,66%
ANADOLU HAYAT EMEKLILIK SHARE	Turquie	Assurance	2,40%	-
PEGAS NONWOVENS CZK	Luxembourg	Consommation discrétionnaire	1,70%	-
TALLINK GRUPP	Estonie	Consommation discrétionnaire	1,67%	2,24%
WIRTUALNA POLSKA HOLDING SA	Pologne	Infotehnologia	1,38%	-

Nom de l'instrument	Zone géographique	Secteur	% de la VNI	
			31.12.2016	31.12.2015
TRANSELECTRICA SA	Roumanie	Services publics	1,33%	2,28%
NUCLEARELECTRICA SA	Roumanie	Services publics	0,94%	1,80%
ADVANCE TERRAFUND SHARE	Bulgarie	Immobilier	0,68%	0,77%
BULGARIA REAL ESTATE FUND	Bulgarie	Immobilier	0,67%	0,65%
PRIME CAR MANAGEMENT SA	Pologne	Industrie	0,51%	0,85%
KOMERCIJALNA BANKA AD SKOPJE S	Macédoine	Finance	0,24%	0,28%
TELEKOM SPRSKE AD BANJA LUKA	Bosnie-Herzégovine	Telekom	0,19%	0,44%
SNT GAZE NATURALE TRANSGAZ SA	Roumanie	Energia	-	1,82%
LHV GROUP SUBORDIN 29.10.25	Estonie	Finance	-	0,30%
<b>TOTAL</b>			<b>21,66%</b>	<b>21,40%</b>

### Risque de marché

Le risque de marché est le risque d'essuyer des pertes en raison des fluctuations défavorables des prix sur un marché en valeurs mobilières spécifique ou sur un marché d'autres actifs. Les fluctuations défavorables des prix peuvent survenir en raison des mauvaises données macroéconomiques relatives à un pays, des résultats médiocres d'un secteur, de l'instabilité d'un marché en valeurs mobilières, du comportement et de la psychologie des investisseurs, etc.

La diversification selon les secteurs, les pays, les devises et les instruments constitue le principal outil de gestion des risques.

### Risque de change

Le Fonds est sensible au risque de change. Répartition des devises des actifs du Fonds (EUR) :

	% de l'actif		% de l'actif du	
	31.12.2016	du Fonds	31.12.2015	Fonds
EUR	24 208 367	38,31%	18 139 033	40,40%
TRY	11 938 418	18,89%	4 971 270	11,07%
RON	10 463 420	16,56%	7 970 390	17,75%
PLN	7 581 768	12,00%	6 274 343	13,97%
CZK	6 302 729	9,97%	4 589 515	10,22%
HUF	975 785	1,54%	1 800 541	4,01%
BGN	883 663	1,40%	676 394	1,51%
HRK	537 597	0,85%	-	-
MKD	152 472	0,24%	123 313	0,27%
BAM	122 428	0,19%	192 301	0,43%
RSD	27 578	0,04%	165 763	0,37%
<b>TOTAL</b>	<b>63 194 225</b>	<b>100,00%</b>	<b>44 902 863</b>	<b>100,00%</b>

### Analyse de la sensibilité du risque de change

La valeur nette d'inventaire du Fonds aurait été affectée par la chute des devises par rapport à l'euro le 31 décembre 2016. L'analyse de la sensibilité tient compte de la faiblesse des devises par rapport à l'euro durant ces sept dernières années, de la valeur la plus élevée à la valeur la moins élevée. Elle suppose que toutes les autres variables demeurent constantes. L'analyse au 31 décembre 2015 se fonde sur les mêmes hypothèses.

L'impact de la chute des devises sur les actifs nets imputables aux porteurs de parts et sur les produits nets a été le suivant :

	31.12.2016			31.12.2015		
	Chute des devises	Impact potentiel	% de la VNI	Chute des devises	Impact potentiel	% de la VNI
TRY	-50%	-6 012 434	18,92%	-46%	-2 086 796	11,25%
RON	-13%	-1 352 992	16,58%	-13%	-1 170 321	18,04%
PLN	-17%	-1 282 846	12,01%	-23%	- 910 442	14,20%
CZK	-16%	-1 010 246	9,99%	-19%	-1 016 322	10,39%
HUF	-20%	- 196 887	1,55%	-20%	- 269 154	4,07%
HRK	-11%	- 61 143	0,85%	-	-	-
BGN	-5%	- 43 255	1,40%	-5%	- 33 765	1,53%
MKD	-11%	- 16 169	0,24%	-11%	- 10 804	0,28%
RSD	-23%	- 6 421	0,04%	-28%	- 43 253	0,38%
BAM	-5%	- 5 925	0,19%	-4%	- 9 417	0,44%
<b>TOTAL</b>		<b>-9 988 316</b>	<b>61,77%</b>		<b>-5 550 275</b>	<b>60,56%</b>

#### *Risque de prix des instruments*

Le risque de prix est étroitement lié au risque de marché et affecte principalement une valeur mobilière ou un investissement spécifiques. Il s'agit du risque d'essuyer des pertes en raison des fluctuations défavorables des prix d'un titre ou d'un investissement spécifiques. Le prix des valeurs mobilières d'un émetteur dépend de l'évolution des résultats financiers de l'émetteur, des changements relatifs à l'environnement concurrentiel, des estimations et des commentaires des analystes, etc.

Concentration du risque des investissements du Fonds selon les secteurs à la date de clôture (EUR) :

	31.12.2016	% de la VNI	31.12.2015	% de la VNI
Finance	21 354 276	33,83%	16 909 418	38,26%
Services publics	6 762 706	10,71%	5 890 733	13,33%
Immobilier	6 467 320	10,25%	5 186 572	11,74%
Consommation discrétionnaire	3 595 997	5,70%	1 938 415	4,39%
Santé	3 063 179	4,85%	2 091 643	4,73%
Énergie	3 041 049	4,82%	4 152 634	9,40%
Industrie	1 660 651	2,63%	827 096	1,87%
Technologies de l'information	1 544 068	2,45%	-	-
Assurance	1 513 047	2,40%	-	-
Biens de consommation de base	1 508 778	2,39%	-	-
Télécommunications	637 269	1,01%	192 302	0,44%
<b>TOTAL</b>	<b>51 148 340</b>	<b>81,04%</b>	<b>37 188 813</b>	<b>84,16%</b>

Concentration du risque des investissements du Fonds selon la zone géographique à la date de clôture (EUR) :

	31.12.2016	% de la VNI	31.12.2015	% de la VNI
Turquie	11 935 925	18,91 %	4 971 270	11,25 %
Roumanie	10 463 420	16,58 %	7 970 391	18,04 %
Autriche	10 390 145	16,47 %	8 269 928	18,71 %
Pologne	6 651 296	10,54 %	6 274 343	14,20 %

	<b>31.12.2016</b>	<b>% de la VNI</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>% de la VNI</b>
République tchèque	5 226 977	8,28 %	4 108 035	9,30 %
Slovénie	2 181 279	3,46 %	1 508 337	3,41 %
Luxembourg	1 075 752	1,70 %	481 480	1,09 %
Estonie	1 055 632	1,67 %	1 125 571	2,55 %
Bulgarie	848 390	1,34 %	627 317	1,42 %
Hongrie	529 782	0,84 %	1 370 764	3,10 %
Croatie	514 842	0,82 %	-	-
Macédoine	152 472	0,24 %	123 313	0,28 %
Bosnie-Herzégovine	122 428	0,19 %	192 301	0,43 %
Serbie	-	-	165 763	0,38 %
<b>TOTAL</b>	<b>51 148 340</b>	<b>81,04 %</b>	<b>37 188 813</b>	<b>84,16 %</b>

### *Analyse de la sensibilité des instruments au risque de prix*

L'analyse de sensibilité se fonde sur la déviation standard du Fonds depuis son lancement, tandis que le profil de risque du Fonds est calculé selon la distribution normale. Elle suppose que toutes les autres variables demeurent constantes. L'analyse au 31 décembre 2015 se fonde sur les mêmes hypothèses.

	<b>Probabilité</b>	<b>Variation possible de la VNI du Fonds durant l'exercice/le semestre</b>	
		<b>2016</b>	<b>2015</b>
$\sigma$	68,27 %	13,95 %	14,23 %
$2\sigma$	95,45 %	27,90 %	28,46 %
$3\sigma$	99,73 %	41,85 %	42,69 %

## **NOTE 3. LIQUIDITÉS ET QUASI LIQUIDITÉS**

### **Liquidités et quasi-liquidités par devise**

	<b>31.12.2016</b>	<b>% de la VNI, converti en EUR</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>% de la VNI, converti en EUR</b>
EUR	10 555 089	16,72 %	7 208 227	16,31 %
PLN	4 099 563	1,47 %	-	-
HUF	138 091 096	0,71 %	135 964 330	0,98 %
BGN	68 990	0,06 %	95 989	0,11 %
RSD	3 407 310	0,04 %	-	-
HRK	172 033	0,04 %	-	-
TRY	9 260	0,00 %	-	-
<b>TOTAL</b>		<b>19,04 %</b>		<b>17,40 %</b>

**NOTE 4. CLASSIFICATION DES ACTIFS ET DES PASSIFS FINANCIERS PAR CATÉGORIE ET NIVEAU**

En euros  
31.12.2016

	Comptabilisés à la juste valeur			Prêts et créances			Autres passifs financiers		
	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3
<b>ACTIFS</b>									
Liquidités et quasi-liquidités	-	-	-	12 019 662	-	-	-	-	-
Actions et parts	48 539 737	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligations	2 608 603	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendes à recevoir	-	-	-	-	7 209	-	-	-	-
Remboursement d'impôt sur les dividendes	-	-	-	-	14 112	-	-	-	-
Montants à recevoir pour les parts souscrites	-	-	-	-	4 902	-	-	-	-
<b>PASSIFS</b>									
À payer à la Société de gestion	-	-	-	-	-	-	-	53 471	-
À payer au Dépositaire	-	-	-	-	-	-	-	26 879	-
Autres passifs*	-	-	-	-	-	-	-	1 416	-
Actifs nets imputables aux porteurs de parts	-	-	-	-	-	-	63 112 459	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>51 148 340</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12 019 662</b>	<b>26 223</b>	<b>-</b>	<b>63 112 459</b>	<b>81 766</b>	<b>-</b>

D'après les estimations de la société de gestion du Fonds, la valeur comptable des prêts et montants à recevoir des instruments financiers et des autres passifs financiers s'élève pratiquement à la juste valeur.

Aucun transfert d'actifs comptabilisés à la juste valeur n'a été effectué d'un niveau à l'autre à la date de clôture.

31.12.2015

	Comptabilisés à la juste valeur			Prêts et créances			Autres passifs financiers		
	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3
<b>ACTIFS</b>									
Liquidités et quasi-liquidités	-	-	-	7 687 081	-	-	-	-	-
Actions et parts	34 696 222	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligations	2 492 591	-	-	-	-	-	-	-	-
Montants à recevoir pour les parts souscrites	-	-	-	-	10 725	-	-	-	-
Dividendes à recevoir	-	-	-	-	10 461	-	-	-	-
Remboursement d'impôt sur les dividendes	-	-	-	-	5 783	-	-	-	-
<b>PASSIFS</b>									
À payer à la Société de gestion	-	-	-	-	-	-	-	693 615	-
À payer au Dépositaire	-	-	-	-	-	-	-	12 775	-
Montants payés pour le rachat de parts*	-	-	-	-	-	-	-	3 437	-
Autres passifs*	-	-	-	-	-	-	-	2 605	-
Actifs nets imputables aux porteurs de parts	-	-	-	-	-	-	44 190 431	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>37 188 813</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>7 687 081</b>	<b>26 969</b>	<b>-</b>	<b>44 190 431</b>	<b>712 432</b>	<b>-</b>

\* Les passifs figurent dans le bilan au poste « Autres passifs ».

D'après les estimations de la société de gestion du Fonds, la valeur comptable des prêts et montants à recevoir des instruments financiers et des autres passifs financiers s'élève pratiquement à la juste valeur.

Aucun transfert d'actifs comptabilisés à la juste valeur n'a été effectué d'un niveau à l'autre à la date de clôture.



## NOTE 5. PLUS/MOINS-VALUES NETTES SUR ACTIFS FINANCIERS À LEUR JUSTE VALEUR PAR LE BIAIS DU COMPTE DE RÉSULTAT

En euros

	01.01.2016- 31.12.2016	01.01.2015- 31.12.2015
<b>Plus/Moins-values nettes sur actifs financiers à leur juste valeur par le biais du compte de résultat</b>		
<b>Sur les actions et parts de fonds</b>		
Gain/(Perte) sur les actions et parts de fonds vendues	1 226 391	1 361 188
Gain/(Perte) non réalisé(e)	- 722 680	- 329 301
<b>Sur les obligations</b>		
Gain/(Perte) sur les obligations vendues	4 042	120 898
Gain/(Perte) non réalisé(e)	241 602	282 834
<b>Sur les produits dérivés</b>		
Gain/(Perte) sur les produits dérivés vendus	-	27 257
Gain/(Perte) non réalisé(e)	-	-
<b>Total des plus/moins-values</b>	<b>749 355</b>	<b>1 462 876</b>

Les plus/moins-values sur les ventes et les plus/moins-values non réalisées comprennent les commissions versées aux courtiers lors de l'acquisition et la cession de valeurs mobilières. Conformément aux principes des normes IAS 39 et IFRS 13, les commissions devraient être reportées dans le compte de résultat au poste « Frais de transaction ». Selon les estimations de la société de gestion du Fonds, l'impact des commissions sur les plus/moins-values issues des actifs financiers n'est pas significatif.

## NOTE 6. CRÉANCES ET PAIEMENTS ANTICIPÉS

En euros

	31.12.2016	31.12.2015
Remboursement d'impôt sur les dividendes	14 112	5 783
Dividendes à recevoir	7 209	10 461
Montants à recevoir pour les parts souscrites	4 902	10 725
<b>TOTAL</b>	<b>26 223</b>	<b>26 969</b>

## NOTE 7. TRANSACTIONS AVEC LES PARTIES LIÉES

Outre la société de gestion du Fonds, sont considérées comme parties liées au Fonds les sociétés appartenant au même groupe, les autres fonds de placement gérés par la Société de gestion et les actionnaires de la Société de gestion.

Les transactions avec les parties liées s'établissaient comme suit :

	01.01.2016- 31.12.2016	01.01.2015- 31.12.2015
<b>Société de gestion du Fonds</b>		
Frais de gestion et commission de performance versés	957 685	1 205 373
Parts achetées	28 100	15 167
Parts vendues	28 100	15 167
<b>TOTAL</b>	<b>1 013 885</b>	<b>1 235 707</b>

Les soldes à payer à l'égard des parties liées s'établissaient comme suit :

<b>Société de gestion du Fonds</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>
Commissions de gestion et de performance à payer	53 471	693 615

Les parts du Fonds Avaron Emerging Europe détenues par les actionnaires de la société de gestion du Fonds s'élevaient à 43 704 EUR à leur valeur de marché au 31.12.2016 (31.12.2015 : 43 447 EUR).

## NOTE 8. AUTRES INFORMATIONS

### *Total des frais sur encours (TER)*

Le total des frais sur encours ou TER (comprenant les frais de gestion, les commissions de performance et de dépositaire ainsi que d'autres frais) des différentes catégories de parts est présenté ci-dessous. Les TER sont calculés sur une base annuelle.

	<b>TER sans tenir compte des commissions de performance</b>	<b>TER en tenant compte des commissions de performance</b>
Parts A	2,03 %	2,03 %
Parts B	1,53 %	1,53 %
Parts C	1,53 %	1,53 %
Parts D	2,28 %	2,28 %
Parts E	1,13 %	3,70 %

### *Taux de rotation du portefeuille*

Le taux de rotation du portefeuille du Fonds s'est établi à 17,7 % lors du premier semestre de 2016 (22,2 % en 2015). Pour calculer ce taux, on compare le montant des achats et des ventes, et le montant le plus faible des deux est divisé par la moyenne mensuelle de l'actif net du Fonds.

Ajusté aux entrées et aux sorties de capitaux du Fonds, le taux de rotation de son portefeuille s'est élevé à -10,2 % lors du premier semestre de (contre -10,5 % en 2015). La méthode de calcul, qui répond aux normes de la SFAMA, est la suivante :

$$\text{Taux de rotation du portefeuille \%} = \frac{(\text{somme 1 (EUR)} - \text{somme 2 (EUR)})}{\text{moyenne de l'actif net (EUR)}} * 100$$

où

$$\begin{aligned} \text{Somme 1} &= \sum \text{achats de titres} + \sum \text{ventes de titres} \\ \text{Somme 2} &= \sum \text{émissions de parts} + \sum \text{rachats de parts} \end{aligned}$$

## ÉTAT DU PORTEFEUILLE

En euros au 31.12.2016

Nom	ISIN	Pays	Valeur nominale	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
<b>ACTIONS</b>										
<b>ACTIONS COTÉES EN BOURSE :</b>										
KOMERCNI BANKA	CZ0008019106	CZ	100,00	CZK	120 335	33,46	4 026 534	32,73	3 938 916	6,24%
ERSTE GROUP BANK AG	AT0000652011	AT	0,00	EUR	131 437	21,15	2 780 334	27,83	3 657 235	5,79%
SC FONDUL PROPRIETATEA SA	ROFPTAACNOR5	RO	0,85	RON	20 728 396	0,17	3 495 702	0,18	3 627 595	5,75%
PKO BANK POLSKI	PLPKO0000016	PL	1,00	PLN	374 174	8,85	3 310 680	6,39	2 389 808	3,79%
KRKA	SI0031102120	SI	0,00	EUR	41 234	59,27	2 443 758	52,90	2 181 279	3,46%
ATRIUM EUROPEAN REAL ESTATE	JE00B3DCF752	AT	0,00	EUR	531 430	3,85	2 043 639	3,93	2 088 520	3,31%
YAPI VE KREDI BANKASI SHARE	TRAYKBNK91N6	TR	1,00	TRY	2 231 030	1,09	2 437 985	0,92	2 059 874	3,26%
IMMOFINANZ AG	AT0000809058	AT	0,00	EUR	1 098 644	2,17	2 384 724	1,85	2 035 787	3,23%
BRD GR SOCIETE GENERALE SA RON	ROBRDBACNOR2	RO	1,00	RON	769 654	2,16	1 662 027	2,62	2 012 787	3,19%
BANK PEKAO SA	PLPEKAO00016	PL	1,00	PLN	70 400	30,24	2 128 841	28,55	2 010 105	3,18%
TURKIYE HALK BANKASI	TRETHAL00019	TR	1,00	TRY	747 343	3,2	2 392 749	2,51	1 878 919	2,98%
OMV PETROM SA (RON)	ROSNPPACNOR9	RO	0,10	RON	28 686 098	0,05	1 393 856	0,06	1 648 155	2,61%
ANADOLU HAYAT EMEKLILIK SHARE	TRAANHYT91O3	TR	1,00	TRY	1 130 980	1,51	1 705 335	1,34	1 513 047	2,40%
BIM BIRLESIK MAGAZALAR AS	TREBIMM00018	TR	1,00	TRY	114 390	15,59	1 782 999	13,19	1 508 778	2,39%
IS GAYRIMENKUL YATIRIM ORTAK	TRAIsgyo91Q3	TR	1,00	TRY	3 559 310	0,37	1 330 867	0,42	1 494 623	2,37%
FORD OTOMOTIV SANAYI AS	TRAOTOSN91H6	TR	1,00	TRY	177 928	8,62	1 534 474	8,23	1 464 613	2,32%
SNGN ROMGAZ SA	ROSNNGNACNOR3	RO	1,00	RON	253 100	7,42	1 877 269	5,50	1 392 894	2,21%
TAV HAVALIMANLARI HOLDING	TRETAVH00018	TR	1,00	TRY	354 786	4,33	1 537 909	3,78	1 339 878	2,12%
CESKE ENERGETICKE ZAVODY AS	CZ0005112300	CZ	100,00	CZK	76 691	22,29	1 709 505	15,90	1 219 704	1,93%
PEGAS NONWOVENS CZK	LU0275164910	LU	1,24	CZK	37 822	24,96	944 096	28,44	1 075 752	1,70%
TALLINK GRUPP	EE3100004466	EE	0,54	EUR	1 156 223	0,95	1 100 526	0,91	1 055 632	1,67%
WIRTUALNA POLSKA HOLDING SA	PLWRTPL00027	PL	0,05	PLN	71 339	11,23	801 099	12,17	867 875	1,38%
TRANSELECTRICA SA	ROTSSELACNOR9	RO	10,00	RON	130 116	5,45	709 183	6,43	836 372	1,33%
LOGO YAZILIM SANAYI VE TICAR	TRALOGOW91U2	TR	1,00	TRY	46 220	14,25	658 464	14,63	676 193	1,07%
NUCLEARELECTRICA SA	ROSNNEACNOR8	RO	10,00	RON	561 100	2,04	1 145 179	1,06	593 499	0,94%
ALIOR BANK SA	PLALIOR00045	PL	10,00	PLN	46 929	11,75	551 278	12,30	577 199	0,91%
RICHTER GEDEON NYRT	HU0000123096	HU	100,00	HUF	26 414	12,2	322 157	20,06	529 782	0,84%

## État du portefeuille au 31.12.2016 (suite)

Nom	ISIN	Pays	Valeur nominale	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
HRVATSKI TELEKOM DD	HRHT00RA0005	HR	0,00	HRK	23 027	18,79	432 588	22,36	514 842	0,82%
ENERGA SA	PLENERG00022	PL	10,92	PLN	235 080	3,09	726 709	2,07	485 537	0,77%
MED LIFE SA	ROMEDLACNOR6	RO	0,00	RON	60 820	5,76	350 090	5,79	352 118	0,56%
PRIME CAR MANAGEMENT SA	PLPRMCM00048	PL	2,00	PLN	42 827	10,44	446 972	7,49	320 772	0,51%
KOMERCIJALNA BANKA AD SKOPJE S	MKKMBS101019	MK	1 000,00	MKD	3 286	62,23	204 491	46,40	152 472	0,24%
TELEKOM SPRSKE AD BANJA LUKA	BA100TLKMRA2	BA	1,00	BAM	233 608	0,74	172 174	0,52	122 428	0,19%
MONETA MONEY BANK AS	CZ0008040318	CZ	1,00	CZK	22 321	2,78	61 991	3,06	68 357	0,11%
<b>TOTAL DES ACTIONS</b>							<b>50 606 184</b>		<b>47 691 347</b>	<b>75,57%</b>

Nom	ISIN	Pays	Valeur nominale	Société de gestion du Fonds	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
<b>FONDS IMMOBILIERS</b>											
ADVANCE TERRAFUND SHARE	BG1100025052	BG	1,00	KAROLL FINANCE	BGN	400 594	0,66	265 179	1	428 059	0,68%
BULGARIA REAL ESTATE FUND	BG1100001053	BG	1,00	BULGARIA REAL ESTATE FUND	BGN	362 649	0,52	189 792	1	420 331	0,67%
<b>TOTAL DES FONDS IMMOBILIERS</b>								<b>454 971</b>		<b>848 390</b>	<b>1,35%</b>
<b>TOTAL DES ACTIONS ET FONDS</b>								<b>51 061 155</b>		<b>48 539 737</b>	<b>76,91%</b>

Nom	ISIN	Pays	Valeur nominale	Échéance	Taux d'intérêt	Notation	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
<b>OBLIGATIONS*</b>													
RAIFFEISEN BK 6.625% 18.05.21	XS0619437147	AT	100 000,00	18.05.2021	6,625%	Ba2	EUR	1 600 000	93,95	1 503 200	111	1 845 961	2,92%
RAIFFEISEN BK 6.000% 16.10.23	XS0981632804	AT	100 000,00	16.10.2023	6,000%	Ba2	EUR	700 000	82,4	576 800	108	762 642	1,21%
<b>TOTAL DES OBLIGATIONS</b>									<b>2 080 000</b>			<b>2 608 603</b>	<b>4,13%</b>

\*La valeur des obligations a été augmentée par les intérêts courus pour un montant de 74 263,02 EUR.

## État du portefeuille au 31.12.2016 (suite)

Nom	ISIN	Pays	Date de départ	Échéance	Taux d'intérêt	Notation	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
<b>LIQUIDITÉS</b>													
COMPTE COURANT		EE					EUR			10 555 089		10 555 089	16,72%
COMPTE COURANT		EE					PLN			930 471		930 471	1,47%
COMPTE COURANT		EE					HUF			446 002		446 003	0,71%
COMPTE COURANT		EE					BGN			35 273		35 273	0,06%
COMPTE COURANT		EE					RSD			27 578		27 578	0,04%
COMPTE COURANT		EE					HRK			22 755		22 755	0,04%
COMPTE COURANT		EE					TRY			2 493		2 493	0,00%
<b>COMPTE COURANT TOTAL</b>										<b>12 019 662</b>		<b>12 019 662</b>	<b>19,04%</b>
<b>TOTAL DES INVESTISSEMENTS</b>										<b>65 160 817</b>		<b>63 168 002</b>	<b>100,09%</b>
<b>AUTRES ACTIFS</b>													
REMBOURSEMENT D'IMPÔT SUR LES DIVIDENDES												14 112	0,02%
DIVIDENDES À RECEVOIR												7 209	0,01%
MONTANTS À RECEVOIR POUR LES ACTIONS SOUSCRITES												4 902	0,01%
<b>TOTAL DES AUTRES ACTIFS</b>												<b>26 223</b>	<b>0,04%</b>
<b>ACTIF TOTAL DU FONDS</b>										<b>65 160 817</b>		<b>63 194 225</b>	<b>100,13%</b>
PASSIFS												- 81 766	-0,13%
<b>ACTIF NET DU FONDS</b>												<b>63 112 459</b>	<b>100,00%</b>

## En euros au 31.12.2015

Nom	ISIN	Pays	Valeur nominale	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
<b>ACTIONS</b>										
<b>ACTIONS COTÉES EN BOURSE :</b>										
KOMERCNI BANKA	CZ0008019106	CZ	500,00	CZK	15 572	174,54	2 717 976	182,94	2 848 747	6,45%
BANK PEKAO SA	PLPEKAO00016	PL	1,00	PLN	74 150	31,84	2 360 877	33,61	2 492 510	5,64%
PKO BANK POLSKI	PLPKO0000016	PL	1,00	PLN	374 174	8,85	3 310 680	6,40	2 395 450	5,42%
OMV AG	AT0000743059	AT	0,00	EUR	83 248	27,67	2 303 101	26,13	2 175 270	4,92%
SC FONDUL PROPRIETATEA SA	ROFPTAACNOR5	RO	1,00	RON	11 924 178	0,15	1 845 677	0,18	2 134 022	4,83%
BRD Gr Société Générale SA RON	ROBRDBACNOR2	RO	1,00	RON	769 654	2,16	1 662 027	2,67	2 057 626	4,66%
IMMOFINANZ AG	AT0000809058	AT	0,00	EUR	945 394	2,20	2 075 950	2,10	1 986 273	4,49%
IS GAYRIMENKUL YATIRIM ORTAK	TRAISSGYO91Q3	TR	1,00	TRY	3 123 819	0,43	1 330 867	0,56	1 734 032	3,92%
TURKIYE HALK BANKASI	TRETHAL00019	TR	1,00	TRY	506 570	3,65	1 847 148	3,28	1 660 021	3,76%
KRKA	SI0031102120	SI	400,00	EUR	23 134	59,15	1 368 287	65,20	1 508 337	3,41%
CESKE ENERGETICKE ZAVODY AS	CZ0005112300	CZ	100,00	CZK	76 691	22,29	1 709 505	16,42	1 259 288	2,85%
SNGN ROMGAZ SA	ROSNGNACNOR3	RO	1,00	RON	195 100	8,04	1 568 703	6,01	1 172 497	2,65%
TRANSELECTRICA SA	ROTSSELACNOR9	RO	10,00	RON	156 116	5,36	836 691	6,44	1 005 475	2,28%
TALLINK GRUPP	EE3100004466	EE	0,60	EUR	1 156 223	0,95	1 100 526	0,86	990 883	2,24%
ERSTE GROUP BANK AG	AT0000652011	AT	0,00	EUR	31 530	18,56	585 149	28,91	911 532	2,06%
ATRIUM EUROPEAN REAL ESTATE	JE00B3DCF752	AT	0,00	EUR	235 000	3,79	891 189	3,57	838 950	1,90%
SNT GAZE NATURALE TRANSGAZ SA	ROTGNTACNOR8	RO	10,00	RON	13 151	41,27	542 749	61,20	804 867	1,82%
NUCLEARELECTRICA SA	ROSNNEACNOR8	RO	10,00	RON	561 100	2,04	1 145 179	1,42	795 904	1,80%
OTP BANK SHARE	HU0000061726	HU	100,00	HUF	41 520	16,95	703 770	18,97	787 457	1,78%
ENERGA SA	PLENERG00022	PL	10,92	PLN	235 080	3,09	726 709	2,96	696 044	1,58%
YAPI VE KREDI BANKASI SHARE	TRAYKBNK91N6	TR	1,00	TRY	636 310	1,20	766 463	1,04	660 272	1,49%
RICHTER GEDEON NYRT	HU0000123096	HU	100,00	HUF	33 564	12,35	414 683	17,38	583 307	1,32%
PEGAS NONWOVENS CZK	LU0275164910	LU	1,24	CZK	17 822	19,50	347 541	27,02	481 480	1,09%
FORD OTOMOTIV SANAYI AS	TRAOTOSN91H6	TR	1,00	TRY	48 800	8,46	412 995	9,55	466 052	1,05%
TURK TRAKTOR VE ZIRAAT MAKIN	TRETRRK00010	TR	1,00	TRY	20 555	21,99	452 083	21,94	450 893	1,02%
PRIME CAR MANAGEMENT SA	PLPRMCM00048	PL	2,00	PLN	42 827	10,44	446 972	8,78	376 203	0,85%
BANK ZACHODNI WBK SA	PLBZ00000044	PL	10,00	PLN	4 722	60,17	284 131	66,53	314 136	0,71%

## État du portefeuille au 31.12.2015 (suite)

Nom	ISIN	Pays	Valeur nominale	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
TELEKOM SPRSKE AD BANJA LUKA	BA100TLKMRA2	BA	1,00	BAM	233 608	0,74	172 174	0,82	192 301	0,44%
AIK BANKA AD	RSAIKBE79302	RS	1 900,00	RSD	10 973	34,94	383 438	15,11	165 763	0,38%
KOMERCIJALNA BANKA AD SKOPJE S	MKKMBS101019	MK	1 000,00	MKD	3 286	62,23	204 491	37,53	123 313	0,28%
<b>TOTAL DES ACTIONS</b>							<b>34 517 731</b>		<b>34 068 905</b>	<b>77,09%</b>

Nom	ISIN	Pays	Valeur nominale	Société de gestion du Fonds	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
<b>FONDS IMMOBILIERS</b>											
ADVANCE TERRAFUND SHARE	BG1100025052	BG	1,00	KAROLL FINANCE	BGN	319 964	0,56	179 926	1,06	338 629	0,77%
BULGARIA REAL ESTATE FUND	BG1100001053	BG	1,00	BULGARIA REAL ESTATE FUND	BGN	1 087 946	0,17	189 792	0,27	288 688	0,65%
<b>TOTAL DES FONDS IMMOBILIERS</b>								<b>369 718</b>		<b>627 317</b>	<b>1,42%</b>
<b>TOTAL DES FONDS</b>								<b>369 718</b>		<b>627 317</b>	<b>1,42%</b>

Nom	ISIN	Pays	Valeur nominale	Échéance	Taux d'intérêt	Notation	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
<b>OBLIGATIONS*</b>													
RAIFFEISEN BK 6.625% 18.05.21	XS0619437147	AT	100 000,00	18.05.2021	6,625%	Ba2	EUR	1 600 000	93,95	1 503 200	102,53	1 706 175	3,86%
RAIFFEISEN BK 6.000% 16.10.23	XS0981632804	AT	100 000,00	16.10.2023	6,000%	Ba2	EUR	700 000	82,40	576 800	91,86	651 728	1,48%
LHV GROUP SUBORDIN 29.10.25	EE3300110741	EE	1 000,00	29.10.2025	6,500%		EUR	124 000	100,00	124 000	107,50	134 688	0,30%
<b>TOTAL DES OBLIGATIONS</b>										<b>2 204 000</b>		<b>2 492 591</b>	<b>5,64%</b>

\*La valeur des obligations a été augmentée par les intérêts courus pour un montant de 75 852,58 EUR.

## État du portefeuille au 31.12.2015 (suite)

Nom	ISIN	Pays	Date de départ	Échéance	Taux d'intérêt	Notation	Devise	Quantité	Coût d'acquisition unitaire moyen	Coût d'acquisition moyen	Valeur de marché unitaire	Valeur de marché totale	En % de l'actif net
<b>LIQUIDITÉS</b>													
COMPTE COURANT		EE					EUR			7 208 227		7 208 227	16,31%
COMPTE COURANT		EE					HUF			429 777		429 777	0,98%
COMPTE COURANT		EE					BGN			49 077		49 077	0,11%
<b>COMPTE COURANT TOTAL</b>										<b>7 687 081</b>		<b>7 687 081</b>	<b>17,40%</b>
<b>TOTAL DES INVESTISSEMENTS</b>										<b>44 778 530</b>		<b>44 875 894</b>	<b>101,55%</b>
<b>AUTRES ACTIFS</b>													
MONTANTS À RECEVOIR POUR LES ACTIONS SOUSCRITES							EUR					10 725	0,02%
DIVIDENDES À RECEVOIR							EUR					10 461	0,02%
REMBOURSEMENT D'IMPÔT SUR LES DIVIDENDES							EUR					5 783	0,01%
<b>TOTAL DES AUTRES ACTIFS</b>												<b>26 969</b>	<b>0,06%</b>
<b>ACTIF TOTAL DU FONDS</b>										<b>44 778 530</b>		<b>44 902 863</b>	<b>101,61%</b>
<b>PASSIFS</b>												-712 432	-1,61%
<b>ACTIF NET DU FONDS</b>												<b>44 190 431</b>	<b>100,00%</b>



## ÉTAT DES COMMISSIONS

En euros

01.01.2016 – 31.12.2016

	Nombre de transactions	Valeur des transactions	Total des commissions payées	Commission moyenne pondérée
Teb Yatirim Menkul Degerler A.S.	76	10 518 898	13 663	0,13%
Erste Group Bank AG	27	7 467 492	7 499	0,10%
Raiffeisen Centrobank AG	39	4 966 498	11 000	0,22%
PKO Bank Polski	9	2 228 632	2 227	0,10%
Wood And Company Financial Services, a.s.	10	2 103 632	3 127	0,15%
Dom Maklerski Mbanku	6	1 471 677	1 734	0,12%
Kepler Cheuvreux	6	1 450 309	1 452	0,10%
BGC Partners Turkey	11	1 435 249	1 720	0,12%
Interkapital Vrijednosni Papiri D.O.O.	27	1 172 387	2 340	0,20%
ING Securities S.A.	4	792 435	792	0,10%
AS Seb Pank	4	129 907	-	-
Karoll AD	2	85 253	340	0,40%
<i>Autres</i>	5	159 757	-	-
<i>Transactions avec les clients d'Avaron</i>	1	8 812	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>227</b>	<b>33 990 938</b>	<b>45 894</b>	<b>1,74%</b>

01.01.2015 – 31.12.2015

	Nombre de transactions	Valeur des transactions	Total des commissions payées	Commission moyenne pondérée
Erste Group Bank AG	50	7 357 666	7 361	0,10%
PKO Bank Polski	13	4 041 215	4 275	0,11%
Wood and Company Financial Services, a.s.	9	2 437 090	2 556	0,10%
KBC SECURITIES NV	7	2 150 966	4 953	0,23%
TEB Yatirim Menkul Degerler A.S.	10	2 081 790	2 705	0,13%
AS SEB Pank	5	2 071 606	-	-
Concorde Securities	2	1 941 441	1 552	0,08%
DNB Nord	2	1 573 189	-	-
Unicredit Bank AG London	2	1 121 467	-	-
Swedbank AS	4	999 024	1 501	0,15%
Raiffeisen Centrobank AG	5	828 663	1 428	0,17%
Kepler Cheuvreux	2	718 282	718	0,10%
<i>Transactions avec les clients d'Avaron</i>	1	6 223	-	-
<i>Autres</i>	2	143 000	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>114</b>	<b>27 471 620</b>	<b>27 048</b>	<b>0,10%</b>

*Le Fonds effectue toutes les transactions en valeurs mobilières à un prix net. La commission est comprise dans le coût d'acquisition lors d'achat d'actifs et déduite du prix de vente lors de la cession d'instruments. Les offres publiques et les transactions relatives à des événements concernant les sociétés sont comprises sous la rubrique « Autres ».*

## POLITIQUE DE RÉMUNÉRATION DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION DU FONDS

Les principes de rémunération applicables aux membres du Conseil d'administration, aux gestionnaires du Fonds et aux preneurs de risques sont énoncés dans la politique de rémunération de la Société de gestion. La rémunération du personnel identifié est constituée de composantes fixe et variable. Quant à la rémunération totale, elle repose sur les conditions prévalant sur le marché du travail local et est conçue pour trouver un équilibre raisonnable entre ses composantes fixe et variable.

Les gestionnaires du Fonds et les preneurs de risques reçoivent un salaire fixe. Les bonus dépendent des objectifs à long terme d'Avaron, de la solidité de la Société de gestion et de la contribution de chacun de ses collaborateurs, et ne sont pas liés aux taux de rendement minimaux des fonds gérés. Après avoir attribué un bonus aux membres de son Conseil d'administration ou à ses collaborateurs, la Société de gestion a le droit, pendant trois ans, de réduire les bonus, de cesser de verser les bonus annoncés ou même d'exiger un remboursement partiel ou total de ceux-ci. Les membres du Conseil d'administration et les preneurs de risques peuvent se voir verser des indemnités de licenciement équivalant à six mois de salaire maximum.

À la fin de l'année 2016, la Société de gestion a apporté des modifications significatives à sa politique de rémunération, conformément à l'amendement des principes de la Directive OPCVM V. La politique de rémunération complète d'AS Avaron Asset Management peut être téléchargée sur [www.avaron.com/documents](http://www.avaron.com/documents).

À la fin de l'année 2016, la Société de gestion employait 14 personnes sur la base d'un contrat de travail. La rémunération totale était la suivante :

En EUR

	<b>2016</b>
Salaires	316 538
Charges sociales et cotisations à l'assurance chômage	110 459
<b>TOTAL</b>	<b>426 997</b>

Les membres du Conseil d'administration n'ont pas reçu de rémunération supplémentaire au titre de leurs fonctions dans des organes de direction. Le membre indépendant du Conseil de surveillance a, quant à lui, reçu un montant total de 5 027 EUR (charges sociales applicables incluses) au titre de l'exercice 2016.

Le Fonds n'a versé aucune rémunération.

[Rapport original en estonien]

## RAPPORT DU RÉVISEUR INDÉPENDANT

Aux actionnaires du fonds Avaron Emerging Europe et au Gestionnaire du Fonds

### Opinion

Nous avons procédé à l'audit du rapport annuel d'Avaron Emerging Europe (le « Fonds »), celui-ci comprenant les états financiers, le rapport de gestion, l'état des frais de transaction et l'état des commissions versées par la Société de gestion ainsi que la politique de rémunération de celle-ci. Les états financiers comprennent le bilan au 31 décembre 2016, le compte de résultat à la même date, l'état des variations de l'actif net, l'état des flux de trésorerie et les notes aux états financiers, qui contiennent notamment un résumé des principes comptables les plus importants.

À notre avis, le rapport annuel renvoie, sur tous les aspects importants, une image fidèle de la situation financière du Fonds au 31 décembre 2016, ainsi que de sa performance, de ses flux de trésorerie, de ses investissements, de ses frais de transaction et des montants versés en guise de rémunération par la Société de gestion au titre de l'exercice clos à cette date, conformément aux lois estoniennes en matière de comptabilité et relative aux fonds de placement, ainsi qu'au décret n°21 du ministre estonien des Finances portant sur les exigences relatives aux rapports annuels des fonds de placement.

### Fondement de notre opinion

Nous avons effectué notre audit selon les Normes internationales d'audit admises en Estonie (normes ISA (EE)). De plus amples informations concernant notre responsabilité à l'égard de l'audit des états financiers en vertu de ces normes sont présentées ci-après sous le titre « Responsabilité du Réviseur ». Conformément au code de déontologie estonien des comptables professionnels, nous sommes indépendants du Fonds et avons exécuté nos tâches en vertu des exigences de ce code. Nous estimons que les éléments probants recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

### Autres informations

Le Conseil d'administration de la Société de gestion, AS Avaron Asset Management, assume la responsabilité des autres informations. Ces informations comprennent celles présentées dans le rapport de gestion, mais elles n'incluent pas celles présentées dans le rapport annuel et dans notre rapport d'audit.

Notre opinion au sujet du rapport annuel ne porte pas sur ces autres informations. Nous nous abstenons donc de fournir une quelconque garantie à ce propos.

Notre responsabilité en tant que réviseurs du rapport annuel est de lire ces autres informations et, ce faisant, de voir si elles présentent ou non des incohérences significatives avec ledit rapport ou avec les conclusions de notre audit, ou si elles semblent contenir des inexactitudes importantes. Si, après avoir effectué cette analyse, nous arrivons à la conclusion que ces autres informations présentent des inexactitudes, nous sommes tenus de le communiquer. Nous n'avons rien à signaler à ce propos.

### Responsabilité du Conseil d'administration de la Société de gestion et des personnes responsables de la gouvernance à l'égard du rapport annuel

Le Conseil d'administration de la Société de gestion, AS Avaron Asset Management, est responsable de l'établissement et de la présentation fidèle des comptes annuels, conformément aux lois estoniennes en matière de comptabilité et relative aux fonds de placement, ainsi qu'au décret n°21 du ministre estonien des Finances portant sur les exigences relatives aux rapports annuels des fonds de placement. Cette responsabilité comprend tout contrôle interne qu'il pourrait juger nécessaire pour produire un rapport annuel dépourvu d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs.

Lors de la préparation du rapport annuel, le Conseil d'administration de la Société de gestion doit évaluer la capacité du Fonds à poursuivre ses activités d'exploitation, à publier, le cas échéant, les informations y relatives et à respecter le principe de continuité de l'exploitation, sauf si la direction a l'intention de liquider le Fonds ou d'arrêter ses activités, ou n'a pas d'autre choix possible que d'agir ainsi.

Les personnes responsables de la gouvernance doivent superviser le processus de communication financière du Fonds.

### **Responsabilité du Réviseur**

Nous avons pour objectif de vérifier, de manière raisonnable, si le rapport annuel ne comporte, dans l'ensemble, aucune anomalie majeure, que celle-ci résulte de fraudes ou d'erreurs, et d'établir un rapport comprenant notre opinion. Par vérification « raisonnable », nous entendons un niveau élevé d'assurance-qualité. Toutefois, rien ne garantit que l'audit, mené conformément aux normes ISA (EE), permettra de détecter toutes les anomalies éventuelles. Celles-ci peuvent résulter de fraudes ou d'erreurs et sont considérées comme majeures si elles sont susceptibles, de manière individuelle ou cumulée, d'influer sur les décisions économiques que pourraient prendre les lecteurs du rapport annuel sur la base de celui-ci.

Par conséquent, nous gardons une optique et un recul professionnels dans le cadre de notre audit, que nous menons conformément aux normes ISA (EE). Nous sommes également chargés des tâches suivantes :

- Identifier et estimer les risques d'anomalies majeures dans le rapport annuel, qu'elles résultent de fraudes ou d'erreurs, élaborer et exécuter des procédures d'audit pour répondre à ces risques, ainsi qu'obtenir des preuves suffisantes et appropriées pour fonder notre opinion. Le risque de ne pas détecter une anomalie majeure résultant d'une fraude est plus élevé que celui de ne pas repérer une anomalie découlant d'une erreur, étant donné qu'une fraude peut impliquer des collusions, des falsifications, des omissions intentionnelles, des informations trompeuses ou un contournement des contrôles internes.
- Comprendre les processus de contrôle interne pertinents à l'audit pour définir les procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité de ce contrôle.
- Évaluer le caractère adéquat des principes comptables appliqués et le caractère raisonnable des estimations comptables et des publications y relatives de la direction.
- Constater que le principe de continuité de l'exploitation est appliqué de manière adéquate par le Conseil d'administration de la Société de gestion et, sur la base des preuves obtenues, vérifier l'existence d'une anomalie majeure relative aux événements ou aux circonstances laissant planer un doute sérieux sur la capacité du Fonds à poursuivre ses activités d'exploitation. Si nous constatons qu'il existe une telle anomalie, nous devons indiquer dans notre rapport les informations sur lesquelles elle porte ou, si ces informations ne sont pas adéquates, modifier notre opinion. Nous fondons nos conclusions sur les preuves obtenues dans le cadre de notre audit jusqu'à la date de notre rapport. Toutefois, des circonstances ou des événements postérieurs à cette date peuvent pousser le Fonds à arrêter ses activités d'exploitation.
- Évaluer l'ensemble de la présentation, de la structure et du contenu du rapport annuel, y compris les informations à publier, et juger si le rapport annuel présente les transactions sous-jacentes et les événements de façon fidèle.

Nous échangeons avec les personnes responsables de la gouvernance des informations relatives, entre autres, au champ d'application et au calendrier prévus pour l'audit, ainsi qu'aux principaux résultats de celui-ci, ce qui comprend aussi les défaillances significatives du contrôle interne que nous aurons identifiées dans le cadre de notre travail.

Le 28 avril 2017

Mariel Akkermann  
Réviseur agréé, n°574  
AS Deloitte Audit Eesti  
Licence n° 27  
Roosikrantsi 2, 10119 Tallinn, Estonie