



p.2 Gestion Privée

Renoncer pour mieux transmettre

p.3 Gestion Collective

Le FCP Tiepolo Valeurs :
un fonds d'actions investi sur le long terme

p.4 Zoom sur...

Unibail Rodamco Westfield

ÉDITORIAL

Quel monde après le COVID 19 ?



ERIC
DOUTREBENTE
PRÉSIDENT



DOMINIQUE
VILLEROY DE GALHAU
DIRECTEUR GÉNÉRAL

Dans le précédent numéro de cette lettre *Esquisse* (publiée à la veille du confinement), nous vous disions notamment que le risque COVID était réel pour l'économie mais qu'il serait surmonté. La publication de cette nouvelle *Esquisse* coïncide avec le déconfinement et le retour progressif à une situation meilleure à tous points de vue.

Entre-temps, les effets négatifs sur l'économie ont été plus importants que ce que nous avions envisagé. Deux mois de confinement ont fait plonger les PIB mondiaux, exploser les déficits et le nombre de chômeurs. Le retour à une vie normale prendra du temps et

les conséquences du COVID seront encore visibles longtemps.

Tout n'est pas noir cependant. Le déconfinement se passe bien et la fameuse « deuxième vague » ne prend pas corps à ce jour. La Chine, atteinte avant nous, confirme son redressement plus rapide que prévu. En Europe, certains secteurs ont déjà bien redémarré (bâtiment, consommation, services, commerce, etc.).

Pendant cette période inédite, notre stratégie d'investissements n'a pas changé. Elle reste basée davantage sur la micro-économie que sur la macro-économie. Pour autant, nous ne sommes pas restés inactifs ! Forts des quelques deux cents contacts établis depuis le 16 mars dernier avec les dirigeants des sociétés dans lesquelles nous sommes investis, nous confirmons ce que nous vous avons déjà indiqué dans nos précédentes communications : à l'instar des banques centrales et des gouvernements, les entreprises ont réagi avec rapidité et vigueur pour valider leurs capacités à supporter les dettes, réduire leurs coûts et générer du cash quand cela était possible. Nous savons maintenant qu'aucune de ces sociétés ne présente de risques sérieux pour les mois/années à venir.

L'année 2020 sera mauvaise. La baisse moyenne des résultats des entreprises de l'*Euro Stoxx 600* est estimée à ce

jour à 33% par rapport à 2019. Mais de nombreuses sociétés réussiront tout de même à dégager des résultats positifs et pourront retrouver des marges normatives dès 2021.

Les marchés financiers ont donc légitimement rebondi après la baisse excessive du mois de mars. Les entreprises des secteurs en difficulté (aéronautique, transport aérien, automobile, hôtellerie, loisirs, tourisme) restent fortement dépréciées alors que celles moins exposées aux conséquences de la crise (technologie, biens de consommation non durables, agro-alimentaire) ont été plébiscitées. Depuis quelques jours, c'est l'inverse et les secteurs les plus touchés remontent à la lumière de la reprise économique qui se confirme. L'inconnue, à ce jour, reste la pérennité de cette reprise avec la toujours possible deuxième vague. Pour de nombreuses entreprises, des difficultés sont encore devant. On peut s'attendre à un automne social difficile. Une nouvelle baisse des marchés ne peut être exclue après les fortes hausses récentes.

Pourtant les liquidités vont continuer d'affluer et elles sont une clé majeure dans l'évolution des indices boursiers. Elles permettent aux entreprises de bien financer leurs développements.

Notre monde d'après-COVID ne ressemblera pas tout à fait à celui d'avant. Certaines vérités d'hier sont remises en cause car les secteurs autrefois les plus sûrs (aéronautique, hôtellerie) ressortent fragilisés de cette crise. Pour eux, le retour à meilleure fortune sera plus long.

Nous croyons cependant assez peu à des changements structurels de nos modes de vie. Nos habitudes de consommation, de travail ou de transport vont changer marginalement. Le COVID apparaît ainsi plus comme un accélérateur de tendances qu'un déclencheur. Celles vers une plus grande digitalisation ou plus d'écologie vont s'accroître mais elles étaient déjà bien identifiées. Nous continuerons donc de faire évoluer vos portefeuilles en gestion non pas en fonction des modes mais bien de la qualité intrinsèque des sociétés et de leur potentiel de développement.





Alexis Reigner
Ingénieur patrimonial

Renoncer pour mieux transmettre

Renoncer à une succession

En raison de l'allongement de l'espérance de vie, l'âge moyen à l'héritage a logiquement reculé pour s'établir aujourd'hui à environ 50 ans. A partir de cet âge, ceux qui ont vocation à hériter ont généralement déjà constitué leur propre patrimoine, ils n'ont donc pas l'utilité de recevoir des actifs supplémentaires et se trouvent souvent eux-mêmes dans une démarche de transmission au profit de leurs propres enfants.

Si recevoir un héritage peut justement être l'occasion de renforcer les donations envisagées au profit des enfants, hériter de biens puis les transmettre soi-même implique deux taxations aux droits de mutation à titre gratuit : une première fois lors de la succession et une seconde fois lors de la donation. Même si les abattements en ligne directe (100 000 € par parent et par enfant) peuvent venir modérer ces impositions, un moyen plus efficace pour l'héritier d'organiser une telle transmission est de renoncer à la succession.

De cette façon, les enfants du renonçant viennent en représentation, civilement et fiscalement. C'est-à-dire qu'ils perçoivent la part qui serait revenue à l'héritier mais également se partagent l'abattement auquel il aurait pu prétendre et bénéficient du tarif de droits de mutation à titre gratuit qui lui aurait été appliqué.

Le patrimoine des grands-parents est ainsi directement transmis aux petits-enfants qui en ont davantage l'utilité et une seule taxation est acquittée. L'abattement entre l'héritier et ses enfants est de surcroît préservé, ce qui lui permet de réaliser des donations sur son propre patrimoine dans de bonnes conditions.

Attention toutefois, il n'est pas possible de renoncer partiellement à une succession. Dès lors, en renonçant, l'héritier se prive de l'intégralité de la part qui lui serait revenue, au profit de ses représentants. La seule possibilité de renoncer partiellement est celle offerte au destinataire d'un legs.

Avant de renoncer il convient donc de réaliser un bilan afin de bien mesurer les conséquences d'une telle démarche et de s'assurer qu'elle n'entraînera pas de difficultés du point de vue du maintien du niveau de vie du renonçant, de la protection de son conjoint survivant ou encore du financement d'une éventuelle dépendance.

Renoncer au bénéfice d'un contrat d'assurance vie

En vue des mêmes objectifs de transmission sur plusieurs générations, il peut également être pertinent de renoncer au bénéfice d'un contrat d'assurance vie. Il s'agit d'une démarche distincte : il est possible de renoncer à la succession sans renoncer au bénéfice d'un contrat d'assurance vie et inversement.

En matière d'assurance vie, les conséquences de la renonciation dépendent directement de la rédaction de la clause bénéficiaire du contrat. Par exemple, la renonciation ne se présume pas donc si l'assuré souhaite qu'elle s'applique, il doit le prévoir expressément dans la clause. Dans le cas contraire, en fonction de la rédaction, ce seront soit les bénéficiaires de même rang qui se partageront la part du renonçant (clause d'accroissement), soit les bénéficiaires de second rang désignés. Par ailleurs, comme en matière de succession, la renonciation au bénéfice d'un contrat d'assurance vie est pure et simple, elle ne peut donc être partielle.

Pour ces raisons, il est primordial de porter une attention particulière à la rédaction des clauses bénéficiaires. Il convient notamment de s'assurer que les conséquences d'une renonciation correspondent bien aux objectifs poursuivis par l'assuré et les bénéficiaires. Aussi, il peut par exemple être utile de prévoir des options permettant au bénéficiaire d'appréhender une partie seulement des capitaux et d'en laisser le reliquat à ses représentants.

Les informations ci-dessus ont été puisées aux meilleures sources, sont non contractuelles, données sauf erreurs ou omissions de notre part et ne sauraient engager notre responsabilité.



Xavier Milvaux
Co-gérant des FCP
Tiepolo Valeurs et Tiepolo PME

Le FCP Tiepolo Valeurs : un fonds d'actions investi sur le long terme

Le temps est venu de faire un nouveau point à date sur notre **FCP Tiepolo Valeurs**.

Un bref rappel tout d'abord sur la stratégie de gestion. Ce FCP répond aux principes de gestion chers à la **Financière Tiepolo** : des investissements réalisés pour le long terme (minimum 5 ans) sans chercher à spéculer sur les marchés financiers. Nous investissons dans des entreprises solides et gérées de façon pérenne en nous méfiant des éventuels effets de mode et en privilégiant autant que possible les entreprises familiales. Nous accordons une grande importance à des aspects purement financiers (analyse des comptes) mais aussi d'ordre stratégique et managérial. Nous investissons dans des entreprises rentables, en croissance, peu endettées et présentant une bonne capacité à résister à d'éventuels éléments extérieurs (ralentissement, concurrence nouvelle, etc.).

Comment ce FCP s'est-il comporté pendant la période inédite que nous venons de vivre ?

Tiepolo Valeurs est un fonds investi en actions ; il est directement dépendant de l'évolution des marchés actions. Notre objectif est de capter la hausse générale des marchés à long terme, tout en limitant autant que possible les phases de baisse. Dans la crise actuelle et malgré la violence du choc, le fonds a réussi à amortir une partie de la baisse tout en récupérant la totalité de la hausse. Au final, entre le 20 février et le 4 juin (date de rédaction de cet article), l'indice **CAC40 NR** a baissé de 16,5%* quand **Tiepolo Valeurs** perd 12,4%*, gagnant ainsi 4 points de pourcentage ou, autrement exprimé, amortissant la baisse de 25%*.

Quelques éléments d'explication : globalement, nous avons été un peu plus mobiles que d'habitude. Au plus haut du marché, la trésorerie du fonds était de seulement 1% de l'actif. Il était majoritairement exposé à des secteurs d'activité qui ont plutôt résisté, voire qui ont servi de refuge : 20,7% du fonds sur les services informatiques et services aux entreprises (**Atos, Sopra, Sword, Teleperformance, Worldline**), 10,4% dans la distribution alimentaire et la logistique (**Carrefour, ID Logistics, Stef, LDC**), 8% dans le luxe (**LVMH, L'Oréal**), 5,2% dans

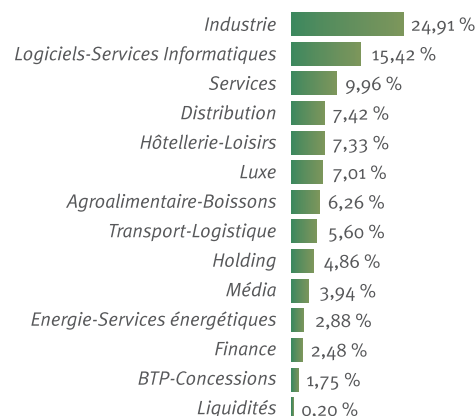
les maisons de retraite (**Orpea, Korian**). Les secteurs de l'hôtellerie/loisirs, aéronautiques ou encore pétrole qui ont subi un lourd tribut dans la baisse ne représentaient que 6,3% du fonds et ont été fortement réduits au tout début de la période. Le secteur automobile, représenté dans le fonds depuis plusieurs années, a été légèrement réduit. Nous avons ainsi conservé 5% du FCP sur ce secteur (**Burelle, Faurecia, Akwel**), très réactif dans les phases de reprise. Nous avons profité de la baisse pour nous renforcer sur des titres solides et aux perspectives favorables à long terme comme **Thales, SII** ou **Ipsos**, et allégé dans la hausse **Biomérieux** qui est certes une superbe société mais qui bénéficiait d'un engouement très ponctuel. Enfin, de manière à profiter du rebond du marché en phase de sortie de crise sanitaire, nous avons initié une ligne d'**Unibail** qui figurait parmi les plus fortes baisses du marché malgré des fondamentaux qui restent très sains (voir notre « Zoom » sur cette valeur en page 4).

Nous nous devons bien entendu de rester prudents. La visibilité reste réduite, même après le rebond des marchés et de l'activité en générale engendrés par le déconfinement. Les effets de comparaison seront mécaniquement favorables mais ne doivent pas faire oublier les difficultés qui seront rencontrées par beaucoup d'agents économiques, même soutenus par les plans de relance. Nous restons investis mais toujours en plébiscitant la qualité au détriment des modes.

Principales positions du Portefeuille investi (04/06/2020)

Sociétés	Poids
AGTA RECORD	5,41 %
ORPEA	4,30 %
ATOS	3,75 %
TELEPERFORMANCE	3,70 %
LDC	3,35 %
SOLUTIONS 30	3,22 %
SAMSE	3,19 %
UNIBAIL	3,14 %
SWORD	3,13 %
FDJ	3,04 %

Répartition Sectorielle du Portefeuille investi (04/06/2020)



***Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.**



Benjamin Rivière
Co-Gérant du FCP Tiepolo Rendement



UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD

Unibail Rodamco Westfield (URW) est la première foncière commerciale au monde avec un patrimoine évalué à 65,3Mds€ à la fin de l'année 2019 reparti sur 90 centres. Suite au rachat en 2017 de l'australien *Westfield*, le groupe qui était exclusivement présent en Europe continentale est implanté aux USA et au Royaume-Uni. **URW** se définit comme le premier opérateur de centres commerciaux de destination et s'est focalisé depuis des années sur la construction, la détention et l'exploitation des plus grands centres commerciaux du monde. **URW** compte ainsi dans son portefeuille des centres aussi emblématiques que *Les Halles*, *le Carrousel du Louvre*, *Parly 2*, *Velizy 2* et *Lyon Part Dieu* en France, les centres *Westfield* de Londres, *Paquesur* et *La Maquinista* en Espagne ainsi que les centres *UTC* à San Diego, *Valley Fair* à San José au cœur de la Silicon Valley ou encore le *Westfield World Trade Center* à New York.

Le point commun entre tous ces centres ? Ils sont situés au cœur des plus grandes et riches métropoles d'Europe et des Etats-Unis et à proximité immédiate d'un réseau de transport collectif. Leurs zones de chalandise bénéficient d'une population ayant un pouvoir d'achat supérieur de plus de 17% à la moyenne des pays dans lesquels ils sont présents. La qualité de leurs emplacements permet d'afficher un taux de fréquentation exceptionnel, les rendant incontournables auprès des enseignes. Dans un monde où, du fait de l'essor du commerce en ligne, ces dernières sont tentées de ne se concentrer que sur les centres bénéficiant des trafics les plus élevés, **URW** reste leur partenaire privilégié.

Le trafic dans les centres d'**URW** n'a cessé d'augmenter année après année pour atteindre 1,2 milliards de visiteurs en 2019. A titre d'exemple, le centre des *Halles* à Paris a attiré 49 millions de visiteurs en 2019 soit 3,2 fois plus que *Disneyland Paris*. Si la fréquentation est importante dans la décision de rester dans un centre pour une enseigne, la croissance attendue de son chiffre d'affaires l'est nettement plus. A ce titre **URW** affiche le taux de croissance le plus élevé à la fois des grandes foncières mais aussi des indices nationaux.

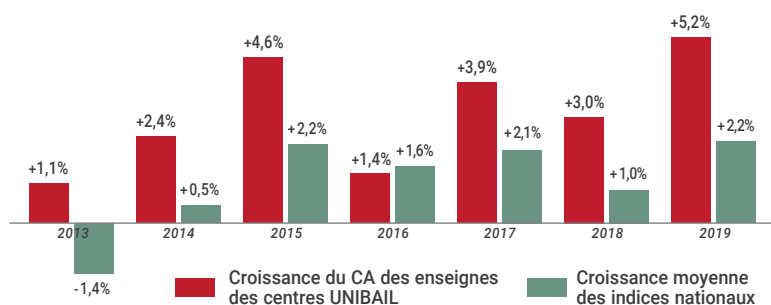
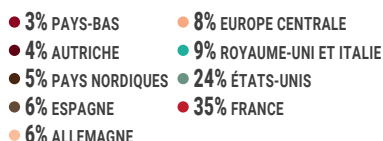
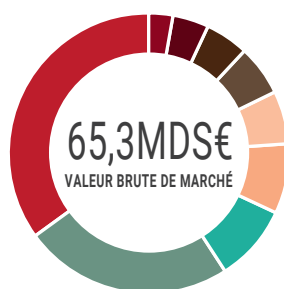
Ces excellentes performances leur ont permis d'augmenter leurs loyers années après année à rythme de plus de 12% à chaque renégociation.

La crise actuelle pourrait briser, au moins temporairement, ce cercle vertueux. En effet, même si les foncières ne sont pas tenues d'annuler les loyers pendant les périodes de confinement, il est certain que les renégociations en cours s'accompagneront de leur baisse. Le marché anticipe une baisse de plus de 30% sur la base de 2019 et pour plusieurs années. Nous ne croyons pas à ce scénario, ni à celui d'une désertion des centres par les consommateurs. La dernière communication du groupe (3 juin) fait d'ailleurs état d'un retour de 80% de la clientèle en moyenne, un mois après leur réouverture avec une hausse des paniers moyens.

Même si nous sommes pleinement conscients des mutations en cours pour le secteur, nous restons convaincus que la dichotomie entre les grands centres situés au cœur des grandes métropoles et les autres va s'accroître au profit des premiers dans le cadre des stratégies de distribution « omnicanal » des enseignes.

La décote actuelle, de 66%* par rapport à la valeur d'actifs de 2019 (cours au 5 juin de 65€*), et le rendement du cash-flow estimé de 14,2% semblent sans rapport avec la réalité des dernières transactions observées, même après la période de confinement. Nous nous positionnons résolument à l'achat sur le titre **URW** qui offre un rendement de plus de 8%* sur la base d'un dividende 2019 déjà divisé par deux.

PORTFOLIO PAR RÉGION



***Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.**