



p.2 Gestion Privée

L'OBO immobilier : une opération aux multiples avantages

p.3 Gestion Collective

Le FCP Tiepolo Rendement, un fonds pour investir sur le long terme

p.4 Zoom sur...

Seb, un leader présent partout dans le monde

ÉDITORIAL

« Il n'est de richesse que d'hommes ! » (Jean Bodin)

Comme nous l'avons anticipé dans notre dernière lettre **Esquisse**, nous avons assisté à un semestre de reprise. Reprise économique, reprise du moral des investisseurs, reprise de la consommation des ménages avec la réduction des restrictions sanitaires et, au final, reprise des marchés financiers.

Nous sortons pas à pas de la crise du COVID qui a bouleversé l'ordre du monde pendant 18 mois. Tout n'est pas encore réglé et il convient de rester prudent vis-à-vis des différents variants mais la tendance est bien là et devrait s'accroître.

Il est donc temps de faire un bilan de ce qui a changé dans nos habitudes de vies et de mieux appréhender le monde de demain. Cette pandémie a mis en avant la nécessité de mieux protéger la planète, de mieux réguler les flux migratoires, de mieux lutter contre les inégalités et de mieux gérer les déséquilibres financiers.

Dans ce contexte, la France s'en sort correctement. Les réponses gouvernementales à la crise ont été rapides, importantes et souvent efficaces (soutenues également par l'action de la BCE). C'est une des raisons qui permettent à notre pays de sortir une nouvelle fois en tête du classement européen de l'attractivité en matière d'investissements étrangers, avec plus de 985 projets d'investissements annoncés (source E&Y juin 2021).

La contrepartie de ces largesses étatiques s'est cependant traduite par un creusement profond de notre déficit budgétaire auquel il faudra bien s'atteler un jour...

Pour cela, la meilleure réponse sera la croissance économique. Tout est fait pour la favoriser, même les baisses d'impôts qui sont pourtant une arme trop peu utilisée en France qui reste l'un des pays au monde où la pression fiscale est la plus forte.

Le financement des investissements sera également une clé de la croissance future. Là encore, nous avons fait des progrès et les actifs levés pour le financement des entreprises atteignent des records aussi bien dans le non-coté que dans

le coté, ce qui explique le développement actuel des marchés financiers et des introductions en bourse.

Mais c'est bien la réactivité et le génie des hommes qui ont permis de sortir de cette crise par le haut. Nous le constatons tous les jours au sein des entreprises dans lesquelles nous sommes investis. L'exemple du groupe familial **SEB** présenté en page 4 est, à ce titre, probant.

Certaines sociétés ont souffert plus que d'autres dans des secteurs directement touchés par la pandémie (tourisme, hôtellerie, transports aériens, immobilier commercial). Mais la plupart d'entre elles sont aujourd'hui dans une phase de



développement fort. Notre **FCP Tiepolo Rendement** a souffert en 2020 ; il retrouve légitimement des couleurs en 2021 et nous l'expliquons en page 3.

L'immobilier reste un actif très apprécié des Français. Comment combiner détention immobilière, augmentation de la liquidité financière et transmission efficace ? **L'OBO immobilier** peut être une vraie opportunité à étudier. Nous vous en disons davantage en page 2.

Toute l'équipe de **la Financière Tiepolo** vous remercie vivement de votre confiance et vous souhaite, ainsi qu'à vos proches, un bel été joyeux et reposant !



Alexis Reigner
Ingénieur patrimonial

L'OBO immobilier : une opération aux multiples avantages

Malgré leur attachement à un patrimoine immobilier parfois détenus depuis plusieurs générations, il arrive que certaines familles se résolvent à le céder, contraintes par le poids de la fiscalité et l'illiquidité pénalisante de tels actifs.

La détention de biens immobiliers de rapport entraîne en effet pour ses propriétaires une forte taxation, nettement plus importante que celle d'un patrimoine financier : impôt sur le revenu (jusqu'à 45 %), prélèvements sociaux dont le taux augmente régulièrement (17,2 % à ce jour), IFI, contribution exceptionnelle sur les hauts revenus, etc. Mais surtout, si elle n'est pas organisée à l'avance, la transmission d'un tel patrimoine est très coûteuse pour les héritiers qui n'ont pas toujours les moyens d'acquitter les droits de succession (jusqu'à 45 % en ligne directe).

Dans ces conditions, motivées notamment par le contexte actuel de taux bas, certaines familles se tournent vers l'OBO (*Owner Buy Out*) ou « **vente à soi-même** », afin de pérenniser leur patrimoine et de le transmettre dans de bonnes conditions.

En quoi consiste une telle opération ?

L'OBO est une vente à soi-même. Il s'agit pour une famille de céder son patrimoine immobilier à une société qu'elle a préalablement constituée, qu'elle contrôle et qui s'endette pour l'occasion. Une telle opération s'envisage sur un patrimoine générateur de revenus, ce qui permet à la société de faire face à la charge d'emprunt.

La famille, quant à elle, recueille le produit de la cession des biens qu'elle affecte à sa convenance.

Quels avantages en retirer ?

Tout d'abord, l'opération permet aux vendeurs de dégager des liquidités immédiatement disponibles en vue de mener leurs projets, de constituer un patrimoine financier, d'investir en assurance vie, etc. C'est donc un moyen efficace de diversifier un patrimoine.

L'OBO permet également de matérialiser la plus-value générée par le patrimoine immobilier sans s'en séparer et d'utiliser le levier du crédit.

Si la société est soumise à l'impôt sur les sociétés (IS - opportunité à étudier au cas par cas), l'impôt et les prélèvements

sociaux sur les revenus immobiliers sont supprimés pour les vendeurs : c'est la structure qui paie l'IS sur des recettes diminuées de l'amortissement des immeubles.

A l'issue du remboursement de l'emprunt, la société à l'IS permet en outre de capitaliser les revenus immobiliers et de ne les distribuer qu'en cas de nécessité.

L'avantage principal de l'opération est qu'elle permet de conserver le patrimoine immobilier dans la famille plutôt que de le vendre à des tiers et de le transmettre ainsi dans de bonnes conditions. En effet, une fois la société endettée, la valorisation des parts étant faible, il est aisé et peu coûteux de les transmettre aux enfants et/ou aux petits-enfants, en pleine-propriété et/ou en nue-propriété.

Quels points d'attention ?

La mise en place d'une telle opération nécessite la réalisation en amont d'un audit juridique, fiscal et financier approfondi. En effet, il convient d'étudier la situation de l'immeuble à l'égard des éventuels droits de préemption. S'agissant d'une opération de cession, l'impact sur l'efficacité de l'opération de la plus-value immobilière et des droits d'enregistrement doit par ailleurs être étudié. Il est également important de s'intéresser à la situation déclarative des biens concernés au regard de l'IFI : si les biens ont été sous-évalués, la cession pourra générer des demandes d'information de la part de l'administration fiscale. Enfin, il est nécessaire de s'assurer de l'équilibre budgétaire de l'opération : rentabilité des biens cédés et capacité à faire face à l'emprunt, qualité des locataires, etc.

Nous sommes à votre disposition pour étudier avec vous l'opportunité d'une telle opération dans votre situation et au regard de vos objectifs. Nous pourrions ensuite vous recommander à nos partenaires pour son éventuelle mise en place.

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.



Benjamin Rivière
Co-Gérant du FCP Tiepolo Rendement

Le FCP Tiepolo Rendement : un fonds pour investir sur le long terme

Le **FCP Tiepolo Rendement**, créé en juillet 2013, a été largement impacté par la crise sanitaire et plus souffert que nos autres fonds en 2020. A cela deux raisons essentielles.

La première, chacun peut le comprendre aisément, est que les sociétés ont été contraintes, soit par manque de résultat, soit réglementairement, de couper leurs dividendes. S'il est compréhensible que les sociétés évoluant dans l'univers du tourisme ou du transport aérien aient fait le choix de supprimer leur dividende, compte tenu de l'absence de résultat, cela n'était pas le cas pour d'autres, banques en tête, qui s'en sont vu interdire le versement.

La deuxième raison tient à la nature même de la stratégie du fonds. Celle-ci repose sur des investissements qui garantissent des dividendes modérés et en croissance avec une contrainte de 2,5 % lors de la constitution de la ligne. L'activité des sociétés de ce profil repose, la plupart du temps, sur des actifs qui génèrent un cash-flow régulier comme les maisons de retraite, les aéroports, les autoroutes, les centres commerciaux ou encore les activités industrielles régulées. Ces sociétés représentaient près de 30 % de l'actif du fonds lorsque la crise a éclaté et ont été parmi les plus touchées.

A l'inverse, les sociétés qui sont sorties gagnantes de cette crise, les entreprises du numérique ou encore celles du luxe, ont toujours offert soit un profil de croissance incompatible avec le versement d'un dividende élevé pour les premières, soit, pour les secondes, une valorisation trop élevée pour permettre au fonds de les acheter. Le fonds a ainsi connu des mois d'autant plus difficiles que la visibilité au niveau des entreprises est restée bien mauvaise jusqu'au moment de l'annonce des différents vaccins en novembre dernier.

Fin 2020, nous avons cependant fait le choix de ne pas changer de stratégie. Nous estimions que la crise finirait par passer et que le monde d'avant reviendrait en grande partie, même si nous avons poursuivi notre travail d'arbitrage en renforçant, notamment, les acteurs liés aux plans

de relance (**Saint-Gobain** contre **Bouygues**) ou ceux qui offraient plus de visibilité (**AIRBUS** aux dépens d'**ENAV**).

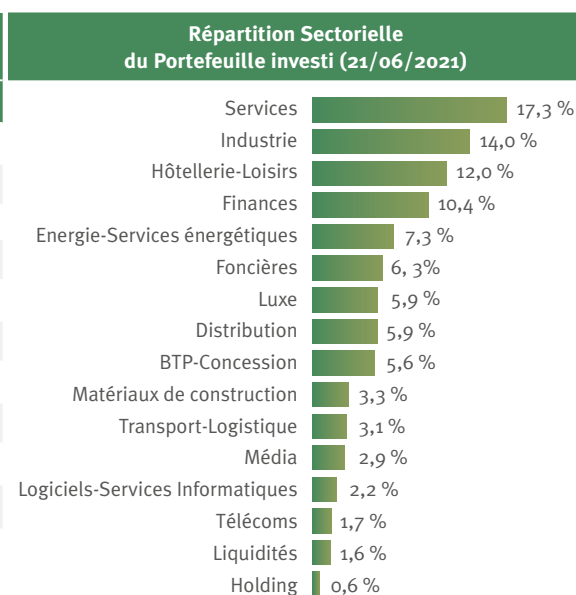
Si l'annonce du vaccin a été très bénéfique pour notre univers de valeurs, ces dernières, compte tenu des incertitudes, ne sont toujours pas revenues à leurs niveaux d'avant crise. Le fonds a toutefois bénéficié d'un fort rebond sur la fin de l'année 2020, lui permettant de finir l'année sur une performance de -9,85 % contre -7,14 % pour le **CAC All Tradable**.

Nous sommes convaincus que le rattrapage n'est pas fini. Nous voyons, à l'heure actuelle, beaucoup de signaux positifs. **AIRBUS** a ainsi relevé ses objectifs de production, les groupes hôteliers (**ACCOR**) et les compagnies aériennes indiquent des réservations records dès l'ouverture de nouvelles destinations, les sociétés autoroutières (**VINCI**) tablent sur un retour du trafic proche de celui de 2019, tout comme les centres commerciaux (**UNIBAIL**) et les maisons de retraite (**ORPEA, KORIAN**) font état d'un regain d'intérêt très fort.

Le marché reste très prudent compte tenu des nombreux « faux départs » observés en 2020 et 2021. Mais nous restons résolument optimistes et croyons que cette classe d'actifs n'a pas perdu de son sens et recèle un potentiel de développement important. La hausse de 17,5 %* du fonds au 21 juin 2021 semble le prouver.

Principales positions du Portefeuille investi (21/06/2021)	
Sociétés	Poids
CHRISTIAN DIOR	5,94 %
UNIBAIL	4,44 %
KORIAN	3,64 %
AIR LIQUIDE	3,58 %
RUBIS	3,42 %
FDJ	3,38 %
SAINT-GOBAIN	3,29 %
ADP	3,24 %
BUREAU VERITAS	3,21 %
GERARD PERRIER	3,13 %

Source : données internes



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



Romain Claisse
Analyste Financier



Seb, un leader présent partout dans le monde

SEB est la référence mondiale du petit équipement domestique, avec un portefeuille de plus de 30 marques bien connues du grand public telles que **Tefal**, **Calor**, **Rowenta**, **Moulinex** ou encore **Krups**. La société s'est diversifiée dans le café professionnel depuis l'acquisition, en 2016, de la marque allemande **WMF**, n°1 mondial des machines à café automatiques professionnelles et, en 2019, de **Wilbur Curtis**, n°2 du café filtre professionnel aux États-Unis.

Si les origines de **SEB** remontent à 1857, avec la création par la famille **Lescure** (actionnaires majoritaires à 41,2 %) du premier atelier de Ferblanterie (Bourgogne), c'est en 1944 que l'entreprise prendra le nom de **S.E.B** (Société d'emboutissage de Bourgogne). Les premiers succès débutent dans les années 50 avec le lancement de l'emblématique cocotte-minute **SEB**, inventée par l'ancien président Frédéric Lescure qui révolutionna la cuisine des ménages en France puis dans le monde. La suite fut tout aussi prometteuse avec les acquisitions successives des marques **Tefal** en 1968, à qui on doit la première poêle antiadhésive, et **Calor** en 1972, à l'origine du premier fer à repasser à vapeur.

Sous l'impulsion de Thierry de la Tour d'Artaise, son actuel PDG, **SEB** rachète en 2001 à la barre du tribunal un de ses principaux concurrents, **Moulinex** et sa filiale **Krups**, qui font aujourd'hui partie des marques phares du groupe. Suivra un développement progressif de son activité à l'international grâce à de nombreuses implantations et plus d'une quinzaine d'acquisitions de marques locales pour atteindre des positions de premier plan dans de nombreux pays.

L'une des plus grandes réussites du groupe est probablement la prise de participation progressive, à partir de 2007, dans le capital de la société chinoise **Supor**, aujourd'hui détenue à plus de 80 %. Il s'agit en effet d'une première mondiale car aucune autre entreprise n'avait auparavant pris le contrôle d'une société cotée en Chine. **Supor** est l'un des leaders du marché chinois dans les articles culinaires, avec une croissance à deux chiffres depuis son intégration (24 % du chiffre d'affaires de **SEB**). Elle est aussi une aide précieuse pour sous-traiter une partie de la production de **SEB**, notamment les composants et produits à faible valeur ajoutée, permettant au groupe d'améliorer sans cesse sa compétitivité.

SEB génère aujourd'hui environ 7 milliards € de chiffre d'affaires et bénéficie d'un excellent positionnement dans plus de 150 pays, lui permettant de surperformer la croissance de son marché. L'élargissement de sa gamme de

produits, son innovation constante et la montée des classes moyennes dans les pays émergents tirent la croissance du groupe.

Malgré la crise sanitaire, l'activité Grand Public (92 % du CA) a été relativement résiliente en 2020. Le décrochage des ventes au premier semestre (-10,6 %) a cependant été stoppé pendant la seconde partie de l'année (+7,8 %) pour finir sur une note en légère décroissance de 0,5 %. Durant les confinements successifs mondiaux, le groupe a en effet bénéficié de la présence des ménages à domicile et de leur appétit retrouvé pour cuisiner, permettant d'accélérer fortement les ventes d'appareils culinaires et de confort domestique.

Avec 30,9 % de croissance au premier trimestre, toujours tiré par l'activité Grand Public, 2021 s'annonce de bon augure. L'activité café professionnel (environ 8 % du chiffre d'affaires), quasiment à l'arrêt durant la crise sanitaire en raison des fermetures d'hôtels, cafés et restaurants, devrait progressivement reprendre le chemin de la croissance dans la seconde partie de l'année. Les surcoûts actuels (effets devises, hausse des prix des matières premières et fret) auront un effet négatif sur la rentabilité mais seront partiellement compensés par des hausses de prix, comme le groupe l'a toujours fait. Le management vise ainsi une croissance d'environ 10 % sur l'année et une amélioration de sa marge opérationnelle, pour atteindre un niveau proche de 10 % contre 8,7 % en 2020.

Dotée d'un bilan sain et fort d'une grande génération de cash, **SEB** devrait poursuivre sa politique de croissance externe, pilier de sa stratégie de développement international. Le groupe continuera de capitaliser sur ses positionnements multimarques dans un marché structurellement en croissance. **SEB** est un bel exemple d'investissement de qualité pour le long terme. En fait, « **SEB, c'est bien !** »

En millions d'Euros	2020	2021 ^(e)	2022 ^(e)
Chiffre d'affaires	6 940	7 587	7 979
Marge opérationnelle	8,7%	9,4%	9,7%
Résultat net	301	428	476
Endettement net	1 518	1 450	1 113
PER (X)	25 X	18,7 X	17 X
Dividende (en €) par action	2,14	2,25	2,5
Rendement	1,6%	1,5%	1,6%

Source : Factset

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