



p.2 Gestion Privée

La cession d'un bien immobilier démembré

p.3 Gestion Collective

Le FCP Tiepolo PME : un fonds à fort potentiel

p.4 Zoom sur...

ID-Logistics Croissance en stock

ÉDITORIAL

« Gouverner ne consiste pas à aider les grenouilles à administrer leur mare » (Michel Audiard)



ERIC
DOUTREBENTE
PRÉSIDENT

Le métier de la gestion de portefeuilles et/ou de Fonds Communs de Placement est en perpétuelle évolution. Il nécessite, de la part de ses acteurs, une réelle capacité d'adaptation.

Depuis quelques années, la mode en matière de gestion financière est à une demande croissante de respect des critères éthiques, sociétaux et de gouvernance (ESG) pour le choix des valeurs sélectionnées dans les portefeuilles. Parés de tout le prestige de la pensée en vogue du moment, ils n'ont cependant rien de nouveau. Par ailleurs, il n'est pas aisé de prouver que leur respect soit un vecteur de performances probantes, meilleures que les gestions qui ne se réclament pas de cette approche.

Manager ne s'invente pas et ne se décrète pas. Ça peut s'apprendre sur le terrain au fil des expériences mais c'est avant tout un état d'esprit. C'est être à l'écoute des hommes et des femmes qui y travaillent en cherchant toujours à les responsabiliser, tout en réussissant à les guider vers là où on veut aller. C'est leur donner l'espace de liberté dont ils ont besoin, leur faire confiance et savoir reconnaître ce qu'ils apportent à l'entreprise. C'est enfin avoir le courage de prendre les décisions qui s'imposent en vue du bien commun.

Le management est clairement la pierre angulaire du succès des entreprises et c'est la raison pour laquelle, dans nos sélections de titres, nous passons un temps important à juger des compétences des dirigeants dans ce domaine. Nous voulons, autant que faire se peut, les rencontrer et les connaître. Nous voulons savoir s'ils ont investi dans leur

entreprise, s'ils ont décidé de croiser leur destin avec celui de leurs collaborateurs en mettant en place des dispositifs d'épargne salariale. Enfin, le bon manager est celui qui n'oublie pas de passer la main quand cela devient nécessaire et met un point d'honneur à identifier le meilleur successeur possible dans l'intérêt des clients, des salariés et des actionnaires.

En France, le segment des PME est particulièrement étoffé en matière de dirigeants talentueux tout comme le sont généralement les entreprises familiales. Notre **FCP Tiepolo PME** dont le succès n'est plus à présenter, saura vous en convaincre (page 3). Le **Zoom** (page 4) sur la société **ID Logistics** vient illustrer avec éclat cette théorie de l'importance de la gouvernance dans le succès long-terme d'une entreprise.

Alors que l'immobilier est au plus haut, il peut être utile de mieux comprendre le sujet de **la cession d'un bien immobilier démembré** avec toutes ses conséquences fiscales et juridiques. Vous pourrez, à dessein, lire en page 2 tout ce qu'il faut en savoir.

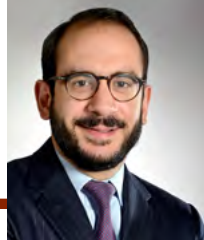
Bonne lecture !

A la **Financière Tiepolo**, nous sommes bien conscients des enjeux qui permettent aux entreprises d'être plus efficaces sur le plan énergétique et de la durabilité. Nous n'avons pas attendu que ces sujets soient à la mode pour nous en emparer. Dans le sigle ESG, nous accordons cependant une importance très inégale aux trois lettres car elles n'ont pas du tout les mêmes conséquences en matière de performance financière.

Depuis toujours, nous sommes particulièrement attentifs aux aspects de **gouvernance**. Nos visites régulières d'entreprise nous ont permis d'observer -parfois en creux- que la condition de l'efficacité durable passe obligatoirement par la prise en compte permanente du développement des personnes pour les faire grandir.

Si le dirigeant oriente tout son personnel vers une finalité -la satisfaction du client dans la durée- et, pour y arriver, demande à son encadrement de chercher à faire grandir leurs collaborateurs, alors les résultats seront au rendez-vous. En outre, cela permet à l'entreprise de se sortir des mauvaises passes dans lesquelles elle ne peut pas manquer de se trouver à un moment ou l'autre de son histoire.





Alexis Reigner
Ingénieur patrimonial

La cession d'un bien immobilier démembré

Le démembrement d'un bien immobilier consiste à dissocier les deux composantes du droit de propriété que sont :

- le droit de jouir du bien et d'en percevoir les revenus (l'usufruit) ;
- le droit d'en disposer (la nue-propiété).

Cela peut être fait volontairement, dans une démarche de transmission : c'est le cas lorsqu'un parent donne un bien immobilier tout en s'en réservant l'usufruit, ce qui lui permet d'anticiper la transmission de ce bien tout en conservant son usage et ses éventuels revenus. Le démembrement peut également être subi et résulter de la loi lorsque, dans une succession, le conjoint survivant opte pour l'usufruit de l'actif successoral, les héritiers en recueillant alors la nue-propiété.

Généralement, un bien immobilier démembré est conservé en l'état à long-terme, jusqu'à l'extinction de l'usufruit (décès de l'usufruitier), permettant aux nus-propiétaires de recueillir la pleine propriété du bien.

Il peut cependant arriver que, du vivant de l'usufruitier, la cession du bien soit rendue nécessaire : l'actif ne correspond plus à la situation de la famille, son entretien est trop coûteux, son rendement est trop faible ou encore une mésentente vient compliquer sa gestion.

Quelle que soit l'origine du démembrement et les raisons de la cession du bien, il est alors important de connaître le cadre d'une telle opération afin de préserver les intérêts de la famille.

En premier lieu, il convient de préciser que la cession d'un bien démembré ne peut s'effectuer qu'avec l'accord conjoint du/des usufruitier(s) et du/des nu(s)-propriétaire(s).

Se pose ensuite la question essentielle du sort du produit de la cession. En l'espèce, trois solutions sont envisageables, étant entendu que le choix de l'une ou l'autre de ces solutions nécessite également un accord de toutes les parties.

A. Le partage du prix

A défaut de dispositions particulières, le notaire procède au partage du produit de cession entre usufruitier et nu-propiétaire. La ventilation du prix de cession se fait alors au choix selon les méthodes suivantes :

- par la valorisation fiscale de l'usufruit, en application de l'article 669 du CGI (exemple d'un usufruitier âgé de 85 ans : usufruit valorisé à 20 % et nue-propiété à 80 %) ;
- par une valorisation économique de l'usufruit : méthode d'actualisation des flux de revenus futurs.

La famille peut choisir la méthode qui lui semble la plus avantageuse dans sa situation.

Sauf cas particulier, une telle solution n'est pas recommandable dans la mesure où elle met fin au démembrement et donc à ses effets bénéfiques en termes de transmission. En effet, les sommes reçues par l'usufruitier se retrouveront potentiellement dans sa succession et seront taxées, alors qu'elles avaient vocation à revenir aux nus-propiétaires gratuitement par extinction de l'usufruit.

B. Le remploi du produit démembré

Cette solution consiste à remployer le produit de la cession dans l'acquisition d'un actif qui sera lui-même démembré : un autre bien immobilier, un portefeuille de titres, un contrat de capitalisation ou même un contrat d'assurance vie afin de faciliter la transmission des sommes sur plusieurs générations.

C'est une solution efficace car elle permet de préserver le démembrement tout en adaptant la nature du bien à la situation de la famille.

C. Le quasi-usufruit

Il est enfin possible de verser l'intégralité du prix de cession entre les mains de l'usufruitier dans le cadre d'un quasi-usufruit. L'usufruitier peut alors utiliser l'intégralité des sommes comme il l'entend : les placer, les consommer, etc., mais il a la charge de les restituer à son décès aux nus-propiétaires, lesquels sont alors titulaires d'une créance de restitution. Afin que cette créance soit inscrite en passif déductible dans la déclaration de succession de l'usufruitier, une convention de quasi-usufruit précisant ses conditions doit être constatée par un acte notarié ou sous seing privé dûment enregistré.

La cession d'un bien démembré pouvant avoir les conséquences vues ci-avant, nous sommes à votre entière disposition pour étudier avec vous les opérations que vous envisagez et, le cas échéant, vous orienter vers nos partenaires spécialistes.

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 PME : un fonds à fort potentiel*

Créée fin 2013, **Tiepolo PME** est notre fonds dédié aux petites capitalisations éligibles au PEA-PME.

En novembre 2020, nous vous proposons dans cette même lettre un point d'étape après la période troublée par la Covid-19, évoquant le comportement du fonds lors de ce test de résistance majeur. Un an après, l'épisode épidémique n'est pas encore terminé. Qu'en est-il du parcours de **Tiepolo PME** et pourquoi ?

Le fonds est toujours investi à environ deux tiers sur des secteurs traditionnels : industries diversifiées à forte valeur ajoutée, distribution spécialisée, etc. Les entreprises sélectionnées sont en bonne santé financière, souvent très peu voire pas endettées. En outre, 95 % du portefeuille se concentrent sur des sociétés familiales (la famille fondatrice est actionnaire de référence et/ou se charge de la gestion opérationnelle). Ces caractéristiques sont restées constantes, même lors de la période récente, car elles correspondent intrinsèquement à notre stratégie. Elles expliquent en partie la bonne résistance opérationnelle des entreprises sélectionnées, largement vérifiée par les dernières publications de résultats.

Si nous n'avons pas trop de doute sur le fait que « le monde d'après » ressemble largement au « monde d'avant », certains secteurs, déjà en forte croissance, ont cependant accéléré leur développement grâce à la pandémie. C'est le cas des logiciels, des services informatiques et du commerce en ligne. Ces sujets, dans une acceptation large, représentent 40 % du portefeuille à fin octobre. Des arbitrages tactiques ont ainsi été opérés dans la période de forte volatilité mais nos positions, profitant du contexte, ont été renforcées ou conservées (informatique avec **Infotel** ou **Devoteam**, logistique avec **Clasquin**, matériaux de construction avec **SAMSE** ou **Thermador**, équipement de la maison avec **Vente-unique.com**). Les secteurs susceptibles de faire l'objet des rebonds les plus vigoureux après des impacts forts (tourisme avec **Voyageurs du Monde**, aéronautique avec **Figeac Aero**), initialement absents du fonds, ont été ajoutés.

Tout cela s'est traduit positivement en termes de performances. Dans la phase de baisse maximale, entre le 19 février et le 17 mars 2020, les indices (de l'**Enternext PEA-PME 150** au **CAC 40**, en passant par le **CAC Mid&Small**) affichaient des pertes homogènes d'environ 38 %.

Tiepolo PME a atténué cette violente chute en abandonnant (tout de même) 33 %. Le fonds a ensuite particulièrement bien profité du rebond du marché, en l'amplifiant. Entre le 17 mars 2020 et fin octobre 2021, l'indice **Enternext PEA-PME** a rebondi de 101%, le **CAC Mid&Small** de 89 % et le **CAC 40** de 77 %. Dans le même temps, **Tiepolo PME** affiche une performance de 115 %*.

Fort de ces résultats, **Tiepolo PME** a été distingué cette année par le **Morningstar Award** du meilleur fonds sur 5 ans dans la catégorie « **Actions France Petites et Moyennes Capitalisations** », attribué selon des critères de performances et de régularité. Il est actuellement noté cinq étoiles **Morningstar**, soit la note maximale donnée par cet organisme exigeant.

On peut à présent légitimement se poser la question des résultats futurs et, notamment, du comportement à venir des petites capitalisations. Rappelons d'abord la meilleure performance historique des petites et moyennes capitalisations par rapport aux grandes sur le long terme, grâce à leur rythme de croissance et à leur réactivité, à l'exception notamment de cette année... Nous ne sommes donc pas dans un phénomène de mode ou de survalorisation. Certaines entreprises ont simplement rattrapé leur retard boursier grâce à de bons résultats. C'est finalement la seule chose qui nous importe. Nous nous attachons, comme toujours, à sélectionner de belles entreprises, avec de bons dirigeants et actives sur des secteurs porteurs. Nous gardons la conviction que, à long-terme, elles continueront à délivrer de meilleures performances que les grands indices.

Principales positions du Portefeuille investi (26/11/2021)		Répartition Sectorielle du Portefeuille investi (26/11/2021)	
Sociétés	Poids		
ESKER	4,13 %	Industrie	29,69 %
SAMSE	3,77 %	Logiciels-Services Informatiques	28,57 %
REORLD MEDIA	3,71 %	Distribution	13,97 %
CHARGEURS	3,50 %	Média	7,44 %
INFOTEL	3,42 %	Hôtellerie-Loisirs	3,69 %
LUMBIRD	3,29 %	Transport-Logistique	3,27 %
CLASQUIN	3,27 %	Matériaux de construction	3,06 %
GENERIX	3,02 %	Services	2,71 %
VENTE-UNIQUE.COM	2,97 %	Agroalimentaire-Boissons	2,67 %
SWORD	2,76 %	Liquidités	2,03 %
		Luxe	1,79 %
		Santé	0,78 %
		Holding	0,33 %

Source : données internes

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



Christoph Pradillon
Co-gérant du FCP Tiepolo Europe
Analyste Financier

ID LOGISTICS Croissance en stock

ID Logistics est un acteur spécialisé dans la logistique contractuelle (aménagement d'entrepôts, gestion des flux, préparation de commandes, stockage...). La société a été créée en 2001 par Eric Hémar, habitué des grands groupes logistiques et qui a fait le constat d'une accélération du processus d'externalisation de cette activité par les industriels vers des prestataires spécialisés.

Nous avons évoqué **ID Logistics** dans notre *Esquisse n°26* de 2016 et vantions déjà, à l'époque, les mérites de ce modèle de croissance rentable : management de grande qualité, visibilité, agilité, croissances externes sélectives, faible mobilisation de capitaux pour créer de la valeur et actionnaires impliqués...

Depuis 5 ans, le résultat opérationnel du groupe a progressé de 148 % et le cours du titre de 165 %*. Pourtant, trois facteurs viennent aujourd'hui encore renforcer notre conviction à long-terme sur cette formidable histoire de croissance.

- Une activité résiliente

Comme nous l'évoquions auparavant, les contrats mis en place avec les grands donneurs d'ordre sont pluriannuels (5-9 ans), avec un taux de renouvellement très élevé (supérieur à 95 %). La crise sanitaire, aux conséquences complexes pour l'économie, n'a pas affecté l'activité. L'année 2020 a constitué un « stress-test » grandeur nature qui a mis en lumière la remarquable résilience du modèle d'**ID Logistics**. En effet, 45 % du chiffre d'affaires sont générés avec des clients qui opèrent dans des secteurs considérés comme essentiels (grande distribution, alimentaire, santé). Cette répartition du chiffre d'affaires a offert à **ID Logistics** une protection non négligeable au regard des vents contraires qui se sont levés durant la période récente.

- Une exposition croissante à l'E-commerce

La crise sanitaire a été un accélérateur pour l'E-commerce et les habitudes des consommateurs ont été durablement transformées. **ID Logistics** a ainsi bénéficié de ces changements et observe une accélération des signatures avec des grands noms du commerce en ligne (**Amazon**, **Mano Mano**) ou avec des acteurs traditionnels qui se renforcent sur ce créneau (**Carrefour** en « click & collect » par exemple). La part du commerce en ligne représente à ce jour plus de 25 % du CA contre 11 % il y a 5 ans. Il est à noter que les contrats avec des acteurs digitaux permettent une plus grande personnalisation des services à valeur ajoutée (mécanisation, automatisation).

- Un effet de taille accrue

La société confirme avoir accès à des appels d'offres de plus en plus importants et sa structure actuelle lui permet d'exécuter les ouvertures de sites avec des courbes d'apprentissage beaucoup plus favorables. Le nombre de ces ouvertures a été revu à la hausse : entre 15 et 18 par an contre 12-15 historiquement. Même si les nouveaux contrats sont en perte les deux premières années, celle-ci est compensée par les bénéfices des contrats matures et affecte peu la croissance du groupe.

En 2020, **ID Logistics** a fini l'année avec un chiffre d'affaires en hausse de 7 %, son résultat opérationnel s'est amélioré de 23 %. 2021 devrait voir le CA croître de 13 % et le résultat opérationnel de 36 %.

Il est à noter que tous ces réservoirs de croissance sont gérés de façon prudente et contrôlée : **ID Logistics** a récemment renforcé sa gouvernance, mis en place et présenté des objectifs d'amélioration dans sa démarche RSE (**Responsabilité Sociétale des Entreprises*), musclé son équipe de direction aux Etats-Unis où le groupe envisage de se développer par acquisition. L'Europe n'est pas en reste. Le groupe a récemment annoncé l'acquisition d'un acteur bien implanté au Bénélux et disposant d'un portefeuille de clients « grands comptes » très prometteur (et complémentaire !).

Enfin, **ID Logistics** n'oublie pas d'innover pour se démarquer en proposant, depuis peu, des solutions de gestion des flux intégrant de l'intelligence artificielle.

Certes, la croissance a un prix et, en bourse, **ID Logistics** n'a jamais vraiment semblé bon marché. Pourtant, les dirigeants ont notre totale confiance pour continuer à générer une croissance saine et rentable sur ce marché porteur mais encore très fragmenté.

En millions d'Euros	2020	2021 ^(e)	2022 ^(e)
Chiffre d'affaires	1 643	1 853	2 070
Marge opérationnelle	3,4 %	4,1 %	4,5 %
Résultat net	25,2	38,9	48,9
Endettement net	388	380	349
PER (X)	53,9x	50,6x	40,2x

Source : Factset

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