

La lettre de **GESTION PRIVÉE**

N° 61 | Avril 2023

Conjoncture et marchés

Une confiance maintenue

Le début de l'année a été marqué par un fort rebond sur les marchés actions en Europe. L'accalmie sur l'inflation a laissé présager que le resserrement monétaire des banques centrales était proche d'avoir atteint son pic. La conjoncture économique s'est montrée plus résiliente que prévue. Tout n'est cependant pas résolu ! La crise bancaire de mars a fait ressurgir de nouveaux doutes. Mais la rapidité avec laquelle des solutions ont été apportées pour écarter tout risque systémique nous donne confiance sur la trajectoire.

Avec une inflation qui s'est établie en février à 6% aux États-Unis contre 9,1% en juin dernier, et à 6,9% en Europe contre 10,7% en octobre, son reflux est bel et bien enclenché. Même si l'objectif d'une inflation à 2% est encore loin, le rythme de hausse des taux a déjà ralenti, et le pic de resserrement monétaire n'est probablement pas très loin. En parallèle, les indications économiques ont nettement rassuré. Un marché de l'emploi toujours robuste a alimenté la consommation des ménages, la crise énergétique européenne a été maîtrisée et la réouverture de la Chine début 2023 va tirer l'économie globale. Ainsi, le spectre de la récession s'est éloigné. Si les États-Unis et l'Europe verront leur croissance ralentir en 2023, la Chine prendra le relais.

La crise de liquidité rencontrée en mars par la Silicon Valley Bank à la suite de retrait massif de dépôts qui a conduit à sa faillite, puis la défiance sur Crédit Suisse, ont montré cependant que l'équilibre était encore fragile. Les conséquences de la hausse des taux de 2022 n'ont pas encore été totalement dévoilées et de nouvelles déconvenues sont probablement à prévoir sur les classes d'actifs les moins liquides. Mais, contrairement à 2008, les banques européennes sont beaucoup mieux capitalisées et leurs ratios de liquidités

très supérieurs à ceux des banques américaines. En outre, les banques centrales ont été promptes à réagir pour éviter tout gel du marché interbancaire. Ainsi, en quelques jours, avec le rachat de la SVB par First Citizens et la reprise de Crédit Suisse par UBS, des solutions ont permis de limiter les répercussions à l'économie réelle. Dans ce contexte, le marché a effacé rapidement ces turbulences, retrouvant les plus hauts de l'année.

Cette résolution rapide de la crise bancaire et les indicateurs économiques publiés au premier trimestre nous ont confortés dans notre scénario constructif pour 2023. La correction du mois de mars a été l'occasion de nous renforcer sur la classe actions. Au côté des belles valeurs de croissance qui restent le socle de nos investissements, nous avons ajouté des valeurs plus cycliques avec un bilan solide et présentant des valorisations attractives. Ainsi, des investissements sur les secteurs du pétrole, des télécoms, de la construction ou encore de l'automobile ont été ajoutés. Nous restons attentifs au discours des sociétés lors de la publication du premier trimestre commençant mi-avril. Elles ont montré beaucoup de résilience jusqu'ici, il sera donc majeur de détecter une quelconque inflexion dans les messages des entreprises.



Vie et avis de la gestion

Hugues AUROUSSEAU | COGEFI GESTION
Gérant | Cogefi Flex Dynamic

Cogefi Flex Dynamic : un choix de valeurs légèrement infléchi

Dans un environnement nouveau, la stratégie de Cogefi Flex Dynamic, performante sur les 10 dernières années, s'est avérée moins efficiente en 2022, pénalisée par le retour de l'inflation et la remontée des taux qui en a résulté.

Si l'allocation d'actifs (entre 50 et 100% en actions), la diversification géographique et la gestion de la partie taux restent inchangées, le choix des actions, traditionnellement axé sur les valeurs de croissance dont la valorisation peut fluctuer en fonction du niveau et de l'orientation des taux d'intérêt, a été infléchi. En effet, nous avons décidé d'introduire, à hauteur de 10 à 40% de la partie actions européennes, une poche plus défensive. Cette allocation est fonction de nos anticipations en matière d'inflation. Nous sélectionnons des valeurs à faible endettement, à valorisation basse et taux de distribution élevé et dont le *business model* et la concurrence sont aisément identifiables pour éviter le risque de *value trap* (société semblant bon marché dont le cours continue de baisser durablement). Nous éliminons de notre univers les banques et les titres appartenant à des secteurs régulés.

Le retour à une croissance économique faible, alliée à une inflation maîtrisée, nous conduira à accorder à cette stratégie un poids à nouveau limité.

Pour illustrer cette évolution d'orientation, nous avons construit des positions dans le secteur pétrolier, introduit certains titres défensifs et faiblement valorisés tels Veralia (emballage boissons et produits alimentaires) ou Coface (assurance-crédit), un constructeur automobile de qualité avec Mercedes Benz ou encore ISS (un des leaders de prestations de services aux entreprises, décoté). Le cœur du portefeuille actions reste néanmoins à prédominance croissance et qualité que l'on retrouve dans le luxe, les pharmaceutiques de croissance telles Novo Nordisk ou Astra Zeneca, certaines medtechs (Sartorius Stedim, Alcon, Thermo Fisher...), les boissons ou la consommation (JD Sports Fashion ou Essity...).

Ce rééquilibrage permettra d'amortir d'éventuelles nouvelles tensions sur les taux tout en maintenant une stratégie croissance – qualité, cœur historique de Cogefi Flex Dynamic.

Gamme OPC de Cogefi Gestion

		CHIFFRES-CLÉS AU 31/03/2023							
		Niveau de risque		Valeur	Perf. mensuelle*	Perf. 2023**	3 ans***		5 ans****
			Liquidative			Perf. cumulée	Volatilité	Perf. cumulée	Volatilité
ACTIONS	COGEFI PROSPECTIVE P FCP - Actions Europe Petites Capitalisations Indicateur de référence dividendes nets réinvestis (1)	FR0010762518 Eligible au PEA ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	118,27	-4,15%	4,99%	30,15%	26,12%	-8,70%	23,98%
	COGEFI CHRYSALIDE P FCP - Actions Europe Petites Capitalisations CAC Small dividendes nets réinvestis	FR0011749613 Eligible au PEA et PEA PME ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	137,38	-4,14%	1,20%	38,00%	21,15%	-10,40%	19,63%
	COGEFI ELIXIR ISR P FCP - Actions Europe Grandes Capitalisations Mixte EURO STOXX en € dividendes nets réinvestis	FR0013140597 Eligible au PEA ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	106,45	0,47%	9,74%	30,29%	20,99%	4,51%	18,97%
	COGEFI EUROPE P FCP - Actions Europe Grandes Capitalisations Mixte STOXX Europe Large 200 en € dividendes nets réinvestis	FR0007079132 Eligible au PEA ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	42,47	-3,52%	9,29%	35,13%	20,75%	3,48%	18,46%
	COGEFI FLEX DYNAMIC P FCP - Allocation EUR Agressive Indicateur de référence coupons et div. nets réinvestis (2)	FR0010738211 ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	100,76	1,04%	7,20%	26,93%	15,30%	26,61%	14,58%
MIXTES	COGEFI HIGH QUALITY BOND P FCP - Obligations EUR Diversifiées Indicateur de référence (3)	FR0013421443 ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	950,52	-0,17%	0,54%	2,19%	3,38%	FCP créé le 02/07/2019 valeur origine 1 000 €	
	COGEFI SHORT TERM HIGH YIELD P FCP - Allocation EUR Prudente Indicateur de référence (4)	FR0007389002 ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	509,64	-2,78%	-2,38%	8,93%	6,24%	-9,52%	5,44%
OBLIGATIONS	ORIGINES R - Fonds partenaire FCP - Obligations EUR Emprunts Privés	FR0013420767 ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	905,77	-0,11%	1,56%	1,38%	5,89%	FCP créé le 29/07/2019 valeur origine 1 000 €	
	iBOXX-Index EUR Liquid Sovereigns Total Return	① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦		2,79%	2,36%	-19,11%	7,40%		

Source Cogefi Gestion

(1) STOXX Europe Total Market Small EUR div. nets réinvestis depuis le 02/05/2017, CAC Mid & Small div. nets réinvestis avant

(2) 30% FTSE MTS 5/7ans, 35% MSCI WORLD en € div. nets réinvestis, 35% STOXX Europe Large 200 en € div. nets réinvestis

(3) €STR capitalisé +0,6% depuis janv. 2022, Eonia Capitalisé +0,6% avant cette date

(4) €STR 8,5 bp capitalisé +1% depuis janv. 2022, Eonia Capitalisé +1% avant cette date

*Perf. mensuelle du 28/02/23 au 31/03/23

**Perf. 2023 du 30/12/22 au 31/03/23

***3 ans du 31/03/20 au 31/03/23

****5 ans du 30/03/18 au 31/03/23

AVERTISSEMENT - Les OPC sont investis dans des instruments financiers sélectionnés par Cogefi Gestion qui connaîtront les évolutions et aléas des marchés. Il est rappelé que tout investissement comporte des risques de perte. Le capital investi peut ne pas être intégralement restitué. Les performances passées ainsi que les labels ISR et Relance ne préjugent pas des performances futures et ne constituent en aucun cas une garantie de performance ou de capital à venir. Ce document ne constitue ni une offre de vente, ni un conseil en investissement et aucun pas la responsabilité du groupe Cogefi. Données à caractère indicatif. Avant tout investissement, Cogefi Gestion recommande de se rapprocher de son conseiller pour une meilleure compréhension des risques et de consulter obligatoirement les DIC1 des OPC disponibles sur www.cogefi.fr. Ces fonds ne peuvent être souscrits par des « US Persons » ou assimilés.



Zoom sur vos solutions patrimoniales

Charles-Henry Perennes | COGEFI
Responsable Ingénierie patrimoniale

La holding

Un outil de gestion et de transmission du patrimoine

La création d'une holding est une démarche qui peut se révéler intéressante pour le chef d'entreprise à plus d'un titre.

Cette structure a vocation à regrouper les participations (minoritaire ou majoritaire) de diverses sociétés. Ne disposant pas d'une forme juridique en tant que telle, il faut lui choisir un statut (SARL, SAS, SA, SC...). Les motivations pour recourir à la création d'une holding peuvent être multiples :

- Trouver les moyens de financer l'acquisition d'une entreprise,
- Faciliter la gestion et la transmission des actifs patrimoniaux ou professionnels,
- Constituer et gérer un patrimoine immobilier,
- Éviter la dispersion des titres sociaux,
- Optimiser la fiscalité d'un groupe de sociétés.

La création d'une holding permet de générer des effets levier de trois types : juridique, financier et fiscal.

• Le levier juridique

Il s'agit de l'utilisation astucieuse du principe majoritaire. Une personne peut détenir le contrôle d'une société sans en posséder la majorité des titres. Pour cela, il convient de créer une holding dans laquelle la personne sera majoritaire, et la holding majoritaire dans la société cible. Cette personne aura ainsi le contrôle de la société en ne détenant réellement que 26% du capital de la société cible (la personne détient 51% de la holding qui détient elle-même 51% de la société cible).

L'intérêt pratique est de minimiser l'apport de l'acquéreur tout en s'assurant du contrôle effectif de cette dernière.

• Le levier financier

L'effet de levier financier se trouve décuplé lorsque l'acquisition de la participation par la holding est réalisée via un emprunt. Le repreneur va pouvoir financer l'acquisition de la société avec un apport personnel minimisé. En effet, le recours à la holding va permettre d'accroître la capacité d'emprunt et de financer l'acquisition de la société cible au moyen d'un emprunt dont les échéances seront remboursées avec les dividendes distribués par la société acquise.

Il s'agit de la technique du LBO¹ utilisé fréquemment

par les repreneurs. Il convient de s'assurer que la société cible dégage suffisamment de rentabilité pour faire face aux échéances du crédit de la holding.

• Le levier fiscal

L'acquisition en direct par le repreneur via un emprunt entraîne une taxation élevée. En effet, les bénéfices perçus en direct par l'acquéreur subissent une double taxation : à l'IS (25%) puis à la *flat tax* (30%). De plus, la déduction des intérêts d'emprunt est limitée.

La constitution d'une holding permet l'optimisation de la taxation des dividendes et la déduction des intérêts d'emprunt. La holding peut bénéficier soit du régime mère-fille soit du régime de l'intégration fiscale. Ces régimes permettent une remontée des dividendes à la holding avec un frottement fiscal réduit : en franchise d'IS à l'exception d'une quote-part de frais et charges de 5% (régime mère-fille) ou de 1% (régime de l'intégration fiscale). Cette fiscalité moindre permet d'affecter la quasi-totalité des dividendes aux besoins propres à la société dont le remboursement de l'emprunt.

Exemple

Mr Moulin envisage de prendre le contrôle de la société d'exploitation SA Eau Claire (EC) que les actionnaires souhaitent céder. La valorisation de la SA EC est de 20 millions d'euros.

Mr M. constitue une holding SAS M au capital de 2 M€. Il est majoritaire dans la SAS avec 51% du capital (les 49% restants sont des amis, investisseurs passifs).

La SAS M acquiert 51% de la SA EC via un financement bancaire supplémentaire de 8 200 000 €.

Les échéances de crédit seront remboursées par les dividendes de la SA EC, remontés à la holding avec un faible frottement fiscal (régime mère-fille : 5% des dividendes sont taxés à l'IS).

Mr M. a pris le contrôle de la SA EC (51% de 51%) en investissant uniquement 1 020 000 € et en optimisant fiscalement l'acquisition.

La holding permet également d'assurer une transmission familiale de l'entreprise en regroupant les participations familiales éparpillées dans une holding, majoritaire de la société d'exploitation, afin d'éviter que les dissensions ne bloquent les prises de décisions et ainsi d'assurer la pérennité de l'entreprise familiale. Elle permet aussi de mettre en place un montage de FBO (voir dossier).

¹ *Leverage buy out*



Notre dossier

Charles-Henry Perennes | COGEFI
Responsable Ingénierie patrimoniale

Family buy out (FBO) : une technique d'optimisation pour une transmission d'entreprise familiale réussie

Vous êtes chef d'entreprise et vous envisagez de transmettre votre entreprise à l'un de vos enfants, identifié comme le seul repreneur potentiel.

Vous souhaitez pour autant :

1. Préserver l'égalité entre vos héritiers,
2. Percevoir des liquidités afin d'assurer votre retraite,
3. Profiter d'un cadre fiscal avantageux.

Il existe des dispositifs juridiques et fiscaux qui répondent à ces objectifs. Le *family buy out* (FBO) ou « LBO familial » en fait partie.

Mécanisme protéiforme, le FBO est un schéma de transmission d'entreprise s'articulant classiquement autour de trois opérations : la réalisation d'une donation-partage avec soulte d'une partie des titres de la société, la constitution d'une holding de reprise et l'achat par la holding des titres restants.

• La réalisation d'une donation-partage avec soulte

Vous transmettez une partie des titres de votre société à l'enfant repreneur via une donation-partage. A charge pour ce dernier de verser à ses frères et sœurs une soulte. En effet, afin d'assurer une véritable égalité, les frères et sœurs qui ne recevront pas de titres seront désintéressés par une somme d'argent (appelée soulte) versée à terme par le repreneur.

La quotité des titres à transmettre est à arbitrer en fonction des liquidités que vous souhaitez percevoir, pour assurer votre retraite lors de la vente du restant des titres à la holding de reprise.

Le choix de la donation-partage garantit la « paix familiale » et votre tranquillité d'esprit car le partage et l'évaluation définitive des biens sont effectués au moment de la donation.

Sur le plan fiscal, la transmission des titres peut se placer sous le régime du Dutreil¹ sur la totalité des titres donnés. Ce qui signifie qu'elle bénéficie d'un abattement fiscal de 75% sur l'assiette des droits de donation. La base taxable n'est donc plus que de 25%. De plus, la donation de titres en pleine propriété d'une entreprise sous le régime du Dutreil par un donateur âgé de moins de 70 ans bénéficie d'une réduction des droits de 50%.

La donation purge la plus-value de cession.

• La constitution d'une holding de reprise

Le donataire doit payer la soulte à ses frères et sœurs. Cependant, le remboursement en direct par le repreneur n'est pas intéressant car des frottements fiscaux inutiles² diminuent sa capacité de remboursement.

En conséquence, c'est la holding qui va s'endetter pour payer la soulte.

Le repreneur apporte ses titres grevés de la soulte à une holding de reprise créée pour l'occasion.

La holding rembourse l'emprunt grâce aux remontées de dividendes de la société d'exploitation (régime mère/fille) et peut déduire de son résultat les intérêts d'emprunts.

• La vente du restant des titres

Le restant des titres est acheté par la holding de reprise via un emprunt bancaire complémentaire.

Vous percevez un capital pour votre retraite.

La plus-value de cession est taxée.

Exemple

Mr D., 67 ans, détient 100% du capital d'une PME estimée à 10 millions d'euros. Il a 3 enfants. Un seul, Pierre, souhaite reprendre la société familiale. Mr D. souhaite récupérer 2 millions d'euros afin d'assurer sa retraite.

Mr D. réalise une donation-partage égalitaire en pleine propriété entre ses 3 enfants sur 80% de ses titres (soit 8 millions d'euros). Les titres sont donnés à Pierre, à charge pour lui de verser une soulte de 5,34 millions d'euros à ses frères.

L'ensemble des titres est sous le régime du Dutreil. Ainsi, seuls 2 millions d'euros seront taxés³ au lieu de 8 millions d'euros. De plus, Mr D. ayant moins de 70 ans, il bénéficie d'une réduction des droits de 50%. Le coût fiscal est d'environ 170 000 € au lieu de 2 750 000 € en cas de succession non préparée, correspondant à un taux optimisé de 2,14% contre 34,38%.

Pierre constitue une holding de reprise pour y transférer ses titres avec la soulte. La holding s'endette à hauteur de 7,34 millions d'euros afin de s'acquitter de sa dette auprès des frères (5,34 M€) et d'acheter le restant des titres auprès de son père (20% de 10 M€ = 2 M€).

La holding de reprise va rembourser sa dette en remontant les dividendes versés par l'entreprise opérationnelle avec un faible frottement fiscal dû au régime mère/fille.

¹ Sous réserve de respecter des conditions strictes notamment des engagements de conservation des titres collectifs puis individuels

² La société d'exploitation paye de l'IS. Le repreneur paye la *flat tax* sur les dividendes

³ Abattement de 75%