

Politiquement incorrect ?

Qui se souvient aujourd'hui que le précédent gouverneur de la Banque Centrale Européenne, Jean-Claude Trichet, n'avait eu de cesse, pendant huit ans, de lutter contre une inflation supposée guetter aux portes de l'Euro ? Le Français aura laissé dans les mémoires des investisseurs cette image d'un responsable européen enfermé dans ses convictions, peu capable d'audace ou même de pragmatisme, recommandant sans cesse plus de rigueur et de discipline au nom d'une orthodoxie budgétaire et financière difficile à mettre en œuvre.

Évoquer le deuxième⁽¹⁾ gouverneur de la BCE nous permet de mettre en valeur la vision et l'action de son successeur Mario Draghi à la tête de l'institution depuis novembre 2011. Certes, l'environnement économique est différent... Mais ne l'est-il pas toujours pour celui qui gouverne la politique monétaire d'une économie représentant plus de 15% de la production mondiale de richesse chaque année ?

Le 5 juin, Mario Draghi était donc écouté avec encore plus de ferveur qu'à l'accoutumée, tant la communauté financière attendait de sa part l'annonce des mesures "non-conventionnelles" de l'institution financière qu'il dirige.

Avant d'en arriver au "non-conventionnel", une rapide redéfinition du "conventionnel" s'impose. Le champ d'action traditionnel d'une banque centrale est celui des taux courts⁽²⁾ et c'est sur ce domaine que s'exerce la politique conventionnelle. Elle consiste essentiellement à fixer le taux directeur auquel se refinanceront les banques. A priori, en pilotant ce taux, la banque centrale pilote la diffusion de liquidités dans le marché et, in fine, dans l'économie de la zone concernée. Les taux longs, en théorie, s'ajustent en fonction de ces taux courts et des arbitrages avec les autres marchés obligataires mondiaux : en un mot, ils ne sont que partiellement pilotés par la banque centrale et sont habituellement l'affaire des marchés financiers.

Ce fonctionnement traditionnel des banques centrales a trouvé sa limite avec la débâcle financière de 2008 et surtout, en Europe avec la crise persistante de sa monnaie ! Depuis cette période, l'argent circule mal malgré un faible niveau de taux et, face à la réalité des difficultés, la BCE comme la FED inventent de nouvelles formes d'intervention. Ces mesures "non conventionnelles" visent à "forcer" l'argent à circuler. Les possibilités sont nombreuses : taux négatifs, rachats d'actifs, assouplissements règlementaires... Dans tous les cas, la créativité est admise dans cet univers traditionnel afin de faciliter le fonctionnement d'un système grippé en sortant du canal usuel de transmission de la politique monétaire.

Le contraste avec le monde politique est saisissant. Si les banquiers centraux japonais, européens et américains font preuve, depuis 2008, d'une singulière imagination, à l'inverse la classe politique française demeure étonnamment "conventionnelle". Installée dans des postures dogmatiques et vues mille fois, usée par l'application de recettes inadaptées, elle pourrait se poser la question : quand le conventionnel patine, pourquoi ne pas essayer le "non conventionnel" ? L'exemple de Matteo Renzi en Italie milite en ce sens, sans parler de la réussite qui se dessine en Angleterre après quatre ans de libéralisme accéléré. Afin d'abandonner les remèdes inopérants pour en expérimenter d'autres, la classe politique pourrait s'inspirer du travail des banquiers centraux. Et peut-être aussi s'adonner à la lecture de la poésie et suivre René Char : « *Impose ta chance, sers ton bonheur et va vers ton risque. A te regarder, ils s'habitueront.* »

(1) Wim Duisenberg fut le premier gouverneur de la BCE de 1998 à 2003

(2) On désigne ainsi les taux pratiqués à moins d'un an. Il existe, en fait, trois taux courts distincts sur lesquels intervient la BCE : taux de dépôt, taux de refinancement, taux marginal d'emprunt. Pour simplifier, nous n'avons considéré que le taux de refinancement.



ARTY

O. de Berranger

En cette fin de mois de mai, ARTY fête ses 6 années d'existence avec une progression annualisée de 6,5% depuis l'origine.

Fonds diversifié investi en Europe, ARTY a, dès sa création, fait le choix de la simplicité dans sa composition : des actions, des obligations et des billets de trésorerie d'entreprises européennes. Ainsi, sa poche d'actions européennes peut représenter de 0 à 50% de l'actif net, sans contrainte ni de taille de capitalisation ni de style (croissance ou "value") mais avec un biais vers les entreprises européennes qui versent des dividendes.

Le reste du fonds est investi en produits de taux, aujourd'hui exclusivement sur le secteur privé dont la rémunération par rapport aux emprunts d'Etat, bien qu'en baisse continue depuis deux ans, est encore attractive.

ARTY peut aussi investir jusqu'à 35% de son actif net dans des obligations "High Yield" ou non notées.

Enfin, la stratégie de gestion d'ARTY privilégie la mobilité dans ses investissements en se concentrant sur la classe d'actif, l'émetteur et le produit qui offrent le meilleur rapport entre risque et rendement attendu.

Les opérations

CONJONCTURELLES

Depuis notre dernier « Point sur » en décembre 2012, l'exposition d'ARTY aux marchés d'actions européennes a varié entre 25% et 38,3%, soit un taux d'investissement systématiquement supérieur à la composante actions de son benchmark (25% MSCI Europe dividendes réinvestis). ARTY est aujourd'hui investi dans le bas de cette fourchette, autour de 25%. A l'approche d'une conférence de presse très attendue de la Banque Centrale Européenne (BCE), ARTY a, en effet, pris des profits sur une partie de sa poche actions.

Avec 15 nouvelles entrées et 13 sorties depuis 18 mois, votre fonds a continué d'arbitrer ses lignes en fonction des opportunités. Si notre position en SCANIA a été rachetée par VOLKSWAGEN lors de son OPA avec une prime de 50% sur le prix de revient, ARTY a vendu ses BMW au profit de DAIMLER ; outre sa position importante dans le secteur des camions (30% du chiffre d'affaires et 26% de l'EBIT), le constructeur allemand premium va bénéficier d'un cycle produit avantageux.

Sur la partie obligataire, ARTY continue d'être fortement investi en obligations "High Yield", celles-ci représentant 1/3 de l'actif net, très proche du maximum autorisé (35%). Le dynamisme du marché de la dette à haut rendement ne se dément pas depuis le début de l'année. Avec la plus grosse émission de l'histoire

du marché européen (NUMERICABLE pour 8 Md€, émission à laquelle nous avons souscrit), le montant total des obligations "High Yield" émis depuis le début de l'année frise les 40 Md€, preuve de plus que le mouvement de désintermédiation du financement des entreprises dans la zone euro est en marche.

FONDAMENTALES

Le biais rendement de la poche actions d'ARTY l'avait poussé, à son lancement, à accumuler des positions sur des titres "value" (EDF, KESA ou COLAS). A partir de la fin 2009, ARTY s'était fortement allégé sur cette thématique pour devenir majoritairement orienté vers la croissance (SAP, UNILEVER ou SABMILLER). Depuis 2013, la flexibilité de style a été à nouveau mise à profit pour retourner vers le "value". ARTY est aujourd'hui plus équilibré entre les deux thématiques qui visent soit à identifier des rentes (souvent domestiques) sous valorisées (ORANGE, GDF SUEZ ou SAIPEM) soit, au contraire, à privilégier des entreprises portées par la croissance mondiale (RECKITT BENCKISER, HSBC ou ERICSSON) qui n'oublent pas de rémunérer leurs actionnaires par un dividende qui se compare favorablement au faible niveau des taux.

Alors qu'historiquement, ARTY avait toujours investi très largement dans des obligations d'entreprises non financières, nous avons effectué un mouvement important vers les

banques qui, avec les assurances et autres valeurs financières, représentent aujourd'hui plus du tiers du portefeuille obligataire. Si nous continuons de privilégier les entreprises non financières pour leur lisibilité, l'appréciation du couple risque/rendement reste notre guide. Ainsi quand LUXOTTICA empruntait en février à 2,625% à 10 ans, le BTP d'Etat italien de même durée rapportait 3,75% et une obligation senior UNICREDIT 4,2%. Si nous ne doutons pas de la qualité du leader mondial de la lunette, notre risque à 10 ans n'est pas rémunéré sur des taux aussi bas. ARTY a donc augmenté ses positions sur le secteur financier européen, protégé notamment par la politique très accommodante de la BCE.

Stratégie d'investissement

ARTY restera attentif à d'éventuels excès du "High Yield" européen. Tout retour massif en zone euro d'opérations de fusions/acquisitions financées essentiellement par dette et d'augmentation des leviers financiers (en baisse continue depuis la crise de crédit) sera un signal d'allègement de nos positions sur le crédit. Sur les actions, la valorisation et la rémunération des actionnaires (dividendes, rachats d'actions ou attributions gratuites) continueront de guider nos choix.

ARTY est en hausse de 5% depuis le début de l'année et de 45,8% depuis son lancement.

L'actualité DE VOS FONDS



A. Dumas - G. Constantin

ECHIQUIER GLOBAL Grandes valeurs internationales

Avec +5% de performance en mai, Echiquier Global retrouve un élan positif (+0,9% depuis le début de l'année). Les deux moteurs de cette performance sont la poursuite du rebond des marchés et des devises émergentes ainsi que la relative détente des taux américains, permettant aux dossiers outre-Atlantique de forte croissance de retrouver un peu d'allant. Nous avons d'ailleurs profité de la forte volatilité récente de cette thématique pour confier des capitaux à deux modèles d'entreprise d'exception.

Le premier concerne le leader mondial des réservations hôtelières et de voyage, THE PRICELINE GROUP, groupe américain connu en Europe pour ses sites Bookings.com et Kayak.com. Présent sur l'ensemble des étapes de la réservation en ligne, et notamment sur mobile, le groupe continue d'être une solution de choix pour les hôteliers qui optimisent ainsi leur taux de remplissage et leur prix de vente. Avec une croissance que nous estimons soutenable à plus de 15% par an et une conversion de 25% du chiffre d'affaires en liquidités générées tous les ans, la valorisation instantanée de 26x les résultats nous semble plus que raisonnable.

Le second nouveau choix d'investissement de votre fonds est GILEAD SCIENCES. Ce laboratoire est le spécialiste du traitement du HIV et de l'hépatite C. Grâce à sa nouvelle franchise Sovaldi, le groupe devrait être en mesure de dégager une croissance de 30% par an à horizon 2017 et une génération de cash cumulée de près de la moitié de sa capitalisation. De quoi permettre à GILEAD SCIENCES de rendre massivement ces liquidités aux actionnaires tout en investissant pour la croissance future.



D. Mariette - G. Puech

ECHIQUIER VALUE Les valeurs européennes décotées

Echiquier Value clôt le mois par une hausse de +3,1% équivalente à celle de son indice de référence. Votre fonds a bénéficié de l'offre publique d'achat sur BULL (+39,3%) et le titre ORANGE (+13,6%) a de nouveau été porté par la possible consolidation du secteur.

L'activité dans le secteur des télécommunications a été particulièrement riche ces derniers mois : rachat de SFR par NUMERICABLE, rumeur de rachat de BOUYGUES TELECOM par ORANGE. La consolidation et la convergence des activités (fixe, mobile, internet) qui a lieu en France a également lieu dans les autres pays européens. Rappelons-nous que, pendant de nombreuses années, la Commission Européenne a incité les gouvernements à accorder de nouvelles licences pour accroître la concurrence, ce qui eut comme effet de réduire significativement les profits et de diminuer la capacité d'investissement du secteur. La position de la Commission est aujourd'hui radicalement différente puisque son sujet est de s'assurer que les acteurs ont, dorénavant, la capacité

à investir dans les réseaux pour offrir un service de qualité aux consommateurs. Un changement de discours qui valide les scénarios de consolidation au sein de cet univers d'investissement.

Récemment, votre fonds a augmenté son exposition au secteur en initiant une position en TELECOM ITALIA. Depuis la crise financière, l'acteur historique italien a souffert d'une hausse de la concurrence qui a mis à mal sa rentabilité et connu, l'année dernière, une période de fort stress financier. Cette situation est aujourd'hui sous contrôle, la détente des taux italiens permettant au groupe d'allonger sa maturité et de réduire ses frais financiers. Après une guerre des prix en début d'année 2013 et une réponse extrêmement agressive de TELECOM ITALIA qui a montré aux autres acteurs qu'elle était prête à se battre sur ce terrain, la discipline est revenue. La stabilisation en Italie est de retour avec des prix à un niveau équivalent ou supérieur à ceux qui prévalaient avant cet évènement. Autant d'éléments qui, couplés à une valorisation extrêmement attractive (puisque à moins de 5x l'EBE, TELECOM ITALIA est l'acteur des télécommunications le plus attractif en Europe) et une génération de trésoreries pléthorique (10% de la capitalisation par an) font de cette entreprise italienne une forte conviction d'Echiquier Value.



D. Lanterrier

AGRESSOR Carte blanche au gérant

Le groupe suisse d'horlogerie, SWATCH, dont Agressor est actionnaire depuis près de trois ans, affiche une performance décevante (en baisse de 4%) depuis douze mois. Les raisons principales de ce désamour des investisseurs sont le ralentissement de la consommation dans les pays émergents et l'arrivée des "montres connectées" proposées par les fabricants de smartphones comme SAMSUNG et APPLE. Pourtant, les publications récentes dans le secteur témoignent d'un rythme de croissance qui reste porteur : RICHEMONT, le leader mondial du luxe, affiche 10% de croissance sur l'année 2013/2014 tandis que SWATCH croît de plus de 9% en 2013.

D'un point de vue fondamental, SWATCH continue de renforcer son positionnement concurrentiel et jouit de belles perspectives de progression. Le groupe maîtrise l'ensemble de la chaîne de production de montres et se trouve en position de monopole sur la fabrication d'un nombre de composants clés et de mouvements des montres de luxe. En situation d'oligopole avec RICHEMONT et ROLEX, cette dernière industrie est caractérisée par une forte capacité à imposer ses prix. En prime, la reprise en main progressive de son réseau de distribution aura un effet relatif sur les marges. SWATCH possède le plus grand potentiel sur ce dernier point, n'étant intégrée qu'à hauteur de 25% en distribution, contre plus de 50% pour RICHEMONT.

Malgré le ralentissement en Chine, SWATCH a bénéficié cette année de l'accélération de ses performances aux Etats-Unis où ses parts de marché

L'actualité DE VOS FONDS

se sont accrues. Nous sommes convaincus que son exposition mondiale permettra au groupe d'afficher une croissance comprise entre 5% et 10% dans les années à venir. Une conviction qui n'est pas entamée par l'arrivée d'APPLE et SAMSUNG au positionnement produit différent sur le marché des montres.

A 540 CHF, le titre est faiblement valorisé à 14,5x le PER et 10,5x l'EBIT de l'année prochaine. Agressor a récemment profité de ces niveaux pour se renforcer et la position représente actuellement 2,8% du fonds.



D. de Berrainger - J. Biscarrat

ECHIQUIER PATRIMOINE Diversifié prudent

Le mois de mai aura été un mois de hausse pour la plupart des grands indices boursiers, dans un environnement macroéconomique plutôt calme. Tous les regards se portent vers la prochaine réunion de la Banque Centrale Européenne, le 5 juin, dont le marché attend de nouvelles mesures accommodantes. Dans ce contexte favorable aux actions mais également aux obligations, Echiquier Patrimoine progresse de 1% sur le mois, affichant un nouveau plus haut historique.

Fort de cette belle performance, votre équipe de gestion a eu à cœur de cristalliser une partie des plus-values et a, de ce fait, procédé à quelques arbitrages. Nous avons ainsi vendu notre position en ORANGE après une hausse de 60% afin de réinitialiser une ligne en VIVENDI. Alors que la vente de SFR à NUMERICABLE n'a plus qu'à être approuvée par l'autorité de la concurrence, l'annonce du dividende qui sera payé aux actionnaire, à savoir 19% sur deux ans, a déçu le marché et nous a offert une opportunité d'achat, le titre se retrouvant en baisse depuis le début de l'année. Dans les autres mouvements, nous avons vendu SAIPEM afin de renforcer CGG et sorti HSBC au profit de BNP.

En ce qui concerne les performances des titres qui composent votre portefeuille, c'est incontestablement GEVELOT qui a brillé au cours du mois de mai avec une hausse de 100% ! Après l'annonce de négociations en cours à la fin du mois d'avril, le groupe GEVELOT a confirmé, un mois plus tard, la vente de sa participation dans la société canadienne Kudu Industries au groupe SCHLUMBERGER. Valorisée 10 M€ dans les comptes de GEVELOT, cette participation a finalement été cédée pour un montant 7,5x supérieur. La forte accélération des résultats de Kudu en 2013 et sa cession permettent ainsi à GEVELOT d'encaisser un montant de "cash" très significatif qui représente 75% de la capitalisation actuelle et met en valeur la sous-valorisation chronique dont souffre ce spécialiste des pompes industrielles (50% de décote sur les fonds propres et 1x l'Excédent Brut d'Exploitation attendu pour 2014). Malgré la hausse spectaculaire du cours de bourse, celui-ci ne nous semble toujours pas refléter la valorisation de l'entreprise.



ECHIQUIER GLOBAL CONVERTIBLES Obligations convertibles internationales

Un beau mois de mai pour les obligations convertibles qui profitent à la fois de la hausse généralisée des actions sur tous les continents et du resserrement des "spreads" de crédit sur tous les types d'émetteurs dans un contexte de baisse des taux d'emprunt d'Etat. Ce parfait alignement des planètes a été plus particulièrement marqué en Asie où le rebond se confirme.

Les sociétés ont profité de ce contexte optimal pour venir massivement sur le marché primaire avec plus de 9,8 Md\$ d'émissions de convertibles en mai, ce qui en fait le mois le plus prolifique cette année. Nous avons profité de cette offre abondante pour initier de nouvelles positions sur les trois zones géographiques majeures.

La première, en Europe, concerne l'obligation convertible SAFILO, fabricant de montures de lunettes bien connu du fonds Echiquier Agenor et dont la valorisation est attractive. En Asie, nous nous intéressons à SHENZOU, le plus grand fabricant intégré chinois de tissus et vêtements, qui fournit notamment UNIQLO et NIKE. Cette société présente le triple avantage de ne pas être endettée, de réaliser des marges confortables et de croître substantiellement. Enfin, nous avons participé à l'émission LIVE NATION, leader américain de l'organisation de concerts qui, à force d'acquisitions, intègre aujourd'hui toute la chaîne du spectacle et propose, grâce à sa convertible, de capturer une partie de sa croissance spectaculaire.

La sensibilité action d'Echiquier Global Convertibles se situe dorénavant autour de 33%, les inclusions liées aux nouvelles émissions se substituant à des dossiers ayant particulièrement surperformé ces dernières semaines et qui font l'objet d'allègements dans votre fonds (ORANGE, REPSOL et GBL).

Sur la période, votre fonds progresse de +1,3%.



ECHIQUIER AGENOR Moyennes valeurs européennes de croissance

En mai, nous avons poursuivi les arbitrages au sein d'Echiquier Agenor.

Parmi les sorties, nous avons vendu les titres BOURSORAMA au prix de l'offre (12€) initiée par la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE à un niveau proche de notre objectif de vente. Cette OPA illustre le retour des opérations financières qui anime la cote depuis le début de l'année.

Nous avons également soldé la ligne en INTERPUMP, société industrielle italienne spécialiste des pompes à haute pression. Le marché a déjà intégré, dans la valorisation du titre, le redressement des secteurs du camion et des pompes à haute pression, les principaux marchés sous-jacents du groupe.

Nous avons réalloué une partie de ces capitaux dans

OXFORD INSTRUMENTS, un acteur de référence des équipements pour la nanotechnologie. Ce marché estimé à 4 Md\$ est lui-même un sous-segment de celui de la nanotechnologie estimé à 17 Md\$. Un secteur qui croît de 7 à 8% par an poussé par l'adoption des applications issues de la R&D, par le monde industriel. Nous apprécions le potentiel d'amélioration des marges de ce groupe qui, en cinq ans, a déjà quadruplé son résultat d'exploitation, bénéficiant pleinement du levier opérationnel.

Ces bonnes nouvelles devraient se poursuivre avec, en plus de l'effet de taille, une contribution positive des dernières acquisitions. Echiquier Agenor a profité d'une baisse du titre de plus de 20% depuis le début de l'année pour initier cette position.



ECHIQUIER MAJOR

Grandes valeurs européennes de croissance

« Les voyages forment la jeunesse » dit le proverbe. Ces voyages, qui sous-tendent la découverte d'autres modes de vie et de pensée nécessaires à la connaissance, sont aussi, de mon point de vue de gérant, très utiles pour se forger une conviction sur une entreprise.

Je me souviens avec nostalgie de ma première visite à la Corogne en pleine crise de 2009, avec une étape obligatoire à Madrid car il n'existe aucun vol direct, dans l'antre de la machine INDITEX (Zara). Je suis revenu convaincu et enthousiasmé par le caractère unique du modèle économique proposé par ce géant du prêt-à-porter. C'était la dernière étape nécessaire pour passer le pas et investir dans ce leader. Résultat : nous avons réalisé une performance de 100% sur la valeur, même en vendant trop tôt !

Plus récemment, pendant le mois de mai, au détour de la campagne anglaise, précisément à Gloucestershire près de Bristol, j'ai rencontré la société RENISHAW. Expérience renouvelée et confirmée : rien de mieux que de passer une journée entière (dédiée aux investisseurs) pour se faire une opinion accrue sur cette société, leader de la métrologie (palpeurs pour machines-outils) et bien connue de l'équipe d'Echiquier Agenor. En effet, RENISHAW rassemble beaucoup des caractéristiques qu'Echiquier Major réclame chez un leader :

- des fondateurs charismatiques toujours aux commandes (président et co-président), actionnaires de référence avec 53% du capital et l'envie, comme au premier jour, de faire avancer la société avec une vision de long-terme ;
- une référence dans son domaine : un portefeuille conséquent de brevets issu de sa forte culture d'innovation grâce à un budget de recherche et développement qui représente 16% du chiffre d'affaires ;
- une volonté d'indépendance avec une maîtrise de la chaîne de valeur (intégration forte du processus industriel) et de la qualité avec un seul objectif, faire gagner de l'argent à ses clients (aéronautique, automobile, médical, énergie, électronique...);
- une possibilité d'étendre son marché vers d'autres

territoires comme le domaine médical et notamment dentaire avec la technologie de l'impression numérique.

A n'en pas douter, RENISHAW fera partie de votre portefeuille pour les prochaines années.



ECHIQUIER GLOBAL EMERGENTS

Les valeurs leaders des pays émergents

Le mois de mai s'est avéré particulièrement favorable aux marchés émergents, avec des progressions impressionnantes des indices boursiers. En Inde, les élections législatives, qui ont vu, pendant un mois, plus de 550 millions d'électeurs se rendre aux urnes, ont finalement rendu leur verdict : à la tête de la principale coalition d'opposition, le charismatique leader Narendra Modi a remporté une victoire écrasante. Les actions indiennes s'étaient déjà appréciées depuis l'annonce, en septembre, de la candidature de M. Modi au poste de Premier Ministre, les marchés espérant qu'il soit capable de reproduire à l'échelle nationale les exploits économiques réussis dans son état du Gujarat, stimulant ainsi fortement la croissance économique de l'Inde.

L'un des nouveaux choix d'investissement d'Echiquier Global Emergents, BAJAJ AUTO, devrait profiter pleinement d'une amélioration de la croissance indienne. Au cours des dernières décennies, la société a bâti une position de leader dans le segment spécifique de la moto haut de gamme, avec près de 50% de parts de marché, et jouit donc d'une bonne capacité à imposer ses prix, qui se traduit dans la rentabilité de sa principale activité ainsi que dans une excellente génération de flux de trésorerie. BAJAJ AUTO conçoit et fabrique l'ensemble de ses véhicules en Inde, où ses usines peuvent produire 5,4 millions de motos par an. Son important réseau de distribution lui permet de s'étendre sans égal sur le territoire indien mais l'export est également un vecteur important pour BAJAJ AUTO qui réalise 40% de son chiffre d'affaires à l'international, notamment vers l'Amérique Latine et l'Afrique. Cette diversification lui permet de générer une croissance régulière de ses revenus en s'appuyant sur un grand savoir-faire. BAJAJ AUTO renforce l'exposition de votre fonds à la thématique des leaders locaux de grande qualité, profitant d'un marché émergent en franche croissance pour de nombreuses années.



INVESTISSEMENT ET RESPONSABILITÉ

La saison 2014 des assemblées générales bat son plein. Ce sont des moments privilégiés pour rencontrer les dirigeants, exprimer nos convictions via notre droit de vote et apprécier la qualité de la gouvernance des entreprises. Notre démarche d'engagement auprès des sociétés dont nous sommes actionnaires se matérialise notamment par une prise de contact en amont des assemblées, afin de faire valoir notre point de vue.

L'actualité DE VOS FONDS

Ainsi, nous avons récemment adressé une lettre à Thierry de la Tour d'Artaise, le PDG du groupe SEB dont nous sommes actionnaires de longue date, afin de lui faire part des raisons qui nous poussent à voter contre plusieurs résolutions proposées. Point principal de discussion : la sous-représentation des intérêts des actionnaires minoritaires au Conseil d'administration, dominé par la famille. En effet, avec 57% des droits de vote et 42% du capital, la famille fondatrice reste l'actionnaire de référence de SEB. Cependant, SEB est aujourd'hui un groupe mondialisé, dont une part significative du capital est détenue par des actionnaires non liés à la famille. Nous observons donc une disproportion flagrante entre la part du capital détenu par le Groupe Fondateur (42%) et sa représentation au conseil (9 administrateurs sur 15, sans compter 3 autres administrateurs liés au Groupe Fondateur par des pactes d'actionnaires). Avec, actuellement, 3 administrateurs sur 15 véritablement indépendants, la composition du Conseil d'administration de SEB doit, selon nous, évoluer afin d'assurer une représentation plus équilibrée des actionnaires minoritaires. Un objectif de six administrateurs réellement indépendants (s'ils pouvaient, de surcroît, refléter l'internationalisation du groupe...) serait un bon équilibre. A l'occasion de notre prochain entretien dédié aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance avec le groupe SEB, nous pourrions réaffirmer nos convictions et apprécier les progrès réalisés en matière de recrutement d'administrateurs indépendants ou encore de mise en place d'un plan de succession des dirigeants.



O. de Berranger

ECHIQUIER OBLIG Obligations d'entreprises en euro

Le mois de mai aura été celui de l'attente sur les marchés obligataires. Dans sa conférence de presse du 8 mai, la Banque Centrale Européenne (BCE) a ouvert la voie à des mesures d'assouplissement monétaire importantes, qu'elles soient conventionnelles ou non conventionnelles. Dans cette attente, les rendements obligataires se sont inscrits en baisse. Si le rendement du 10 ans allemand perd 12 bp à 1,36%, les rendements des emprunts d'Etat du sud de l'Europe enregistrent une nouvelle fois de meilleures performances. En perdant respectivement 15 bp et 20 bp, le BTP italien à 10 ans et le Bonos espagnol de même maturité passent sous les 3% de rendement et inscrivent des plus bas historiques à 2,95% et 2,85%. Si ces taux nominaux semblent au plancher, ils ne le sont pas en termes réels, c'est-à-dire déflatés de l'indice des prix. Avec une inflation en glissement annuel de 0,4% en mai dans ces deux pays, le coût "réel" du financement pour les Etats, les ménages et les entreprises est loin d'être le plus faible de l'histoire récente. C'est ce que la BCE veut améliorer afin d'éviter le spectre peu probable mais possible de la déflation.

Du côté des émetteurs privés, le marché primaire des obligations financières subordonnées a été

particulièrement actif, puisqu'avec près de 10 Md€ placés, mai 2014 devient le plus gros mois d'émissions depuis sept ans. Avec BFCM ou AXA, Echiquier Oblig a continué de renforcer son exposition aux valeurs financières qui dépasse aujourd'hui le tiers de l'actif net du fonds. La valeur relative de ces émissions comparée aux purs "corporates" non financiers est, en effet, toujours attractive dans un environnement où la BCE joue à la fois le rôle de régulateur efficace par sa revue de la qualité des actifs mais aussi, et surtout, celui de prêteur en dernier ressort.

Au final, Echiquier Oblig progresse de 0,8% sur la période et affiche un gain de 3,6% depuis le début de l'année.



S. Bobitcheff - J. Berros

ECHIQUIER ENTREPRENEURS

Petites valeurs européennes de croissance

Sur le mois de mai, Echiquier Entrepreneurs affiche une performance en hausse de +2,3% contre son indice de référence qui progresse de +1,8%. Les arbitrages de votre fonds se sont poursuivis avec comme fil conducteur la cession des titres proches des objectifs de vente. Nous avons allégé certaines valeurs anglaises qui avaient bien performé comme PORVAIR ou ADVANCED MEDICAL SOLUTIONS. Nous avons aussi réduit les positions de certains dossiers en Allemagne (GRAMMER) et en France (ID LOGISTICS, INTERPARFUMS), considérant qu'après les bonnes performances de ces valeurs, le couple risque/rendement devenait moins favorable.

Durant cette période, nous avons investi dans deux nouvelles sociétés : WESSANEN (spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de produits alimentaires naturels et diététiques) et NORDNET. Cette dernière est une société suédoise présente sur le courtage et la banque en ligne. Lancée en 1996 sur un modèle de courtier en ligne, la société a élargi son offre vers des produits d'épargne, de placement et de retraite et propose des services de banque en ligne en Suède, Finlande, Norvège et au Danemark. La vision du management est de devenir "la référence" bancaire pour ses clients dans la zone scandinave. Notre thèse d'investissement repose sur trois éléments clés :

- NORDNET est leader sur un marché structurellement en croissance ;
- le potentiel de hausse de la rentabilité est élevé notamment grâce à l'effet de levier engendré par la hausse des dépôts et à plus long terme, des taux d'intérêts ;
- la valorisation est à des niveaux attractifs (PER 2016 de 14x).

La part des investissements d'Echiquier Entrepreneurs consacrée à l'Europe hors France continue ainsi de progresser et représente 61% du portefeuille.

Consultez l'actualité et les rapports mensuels d'Echiquier Japon et d'Echiquier Amérique en vous connectant sur notre site www.fin-echiquier.fr.



V. Pruvost

L'actualité PATRIMONIALE

LA RETRAITE : NI TROP TÔT, NI TROP TARD POUR BIEN FAIRE !

Quel que soit l'âge de votre départ en retraite (entre 60 et 67 ans selon le cas), la pension que vous percevrez à la liquidation de vos droits (régimes obligatoires de base et complémentaire) sera d'évidence moins importante que votre dernier revenu d'activité (de 40 à 60%). Les enjeux démographiques (vieillesse de la population, allongement de la durée de la vie...), les enjeux financiers de nos systèmes de retraite ou encore l'augmentation des besoins (loisirs, dépendance...) mettent en avant la nécessité d'une préparation financière personnelle complémentaire en amont. Parmi les produits spécifiquement dédiés à la retraite, deux d'entre eux ont retenu notre attention.

Au sein de votre entreprise : le PERCO, Plan d'Épargne pour la Retraite Collectif

Ce plan d'épargne vous permet, grâce à votre entreprise, de vous constituer un capital ou une rente au moment de votre départ en retraite, dans des conditions fiscales avantageuses. Il est destiné à l'ensemble des salariés, mis en place de façon facultative par la société et est complémentaire du Plan d'Épargne Entreprise (PEE).

Quelles sommes investir sur un PERCO ? Ce plan d'épargne peut être alimenté par les primes d'intéressement ou de participation versées par l'entreprise (ces sommes sont alors exonérées de l'impôt sur le revenu), par l'abondement facultatif de votre employeur, ou encore par des versements volontaires. Le montant annuel des versements (PEE + PERCO) est plafonné à 25% de votre rémunération annuelle brute.

Les choix d'investissement au sein du PERCO sont libres, sur la base des supports de placement proposés par votre entreprise. Vous pouvez donc gérer votre épargne entreprise comme une épargne classique.

Les capitaux sont bloqués jusqu'au départ en retraite mais certains cas de déblocages anticipés sont prévus : il s'agit généralement d'événements "malheureux" : invalidité, décès, expiration des droits à l'assurance chômage, situation de surendettement mais également pour l'acquisition de votre résidence principale.

Comment se dénoue le PERCO au jour de la retraite ? Le PERCO est le seul produit dédié à la retraite qui offre une sortie en rente ou en capital à 100% à l'échéance. En cas de sortie en capital, les plus-values sont exonérées de l'impôt sur le revenu. Dans le cas d'une sortie en rente (à

titre onéreux), celle-ci est soumise partiellement à l'impôt sur le revenu (imposition fonction de l'âge lors de la mise en place de la rente). Les prélèvements sociaux au taux de 15,5% restent dus dans les deux cas.

A titre privé : le PERP, Plan d'Épargne Retraite Populaire

Ce produit d'épargne individuel permet à chacun de se constituer librement une rente pour la retraite. Le PERP ne peut être alimenté que par des versements volontaires personnels et, comme le PERCO, les cas de déblocages anticipés sont peu nombreux et exceptionnels (pas de déblocage anticipé pour l'acquisition de la résidence principale, sauf cas spécifique de la primo-accession à la propriété au moment de la retraite).

Un avantage fiscal à la souscription : chaque année, les sommes versées sur un PERP sont déductibles du revenu imposable dans la limite d'un plafond global égal à 10% du revenu net professionnel de l'année précédente (sauf exception), avec une déduction maximale de 30 038€ (pour 2014). Le montant de votre plafond disponible est indiqué dans votre avis d'imposition (3 ans d'antériorité), et se reconstitue chaque année.

La gestion financière du PERP est libre et diffère selon l'offre (généralement assez large) de l'établissement auprès duquel vous l'avez souscrit. Un PERP peut se transférer d'un établissement à un autre.

Comment se dénoue le PERP ? Au moment de votre départ en retraite, vous percevez une rente et pouvez également demander à percevoir jusqu'à 20% de l'épargne constituée en capital (si prévu au contrat). La rente (à titre gratuit) est imposable à l'impôt sur le revenu après un abattement de 10% et est soumise aux prélèvements sociaux au taux global de 7,4%.

En cas de décès, les bénéficiaires désignés perçoivent le capital constitué sous forme de rente.

La période de la retraite peut durer plus de 30 ans ! La constitution d'un revenu complémentaire régulier est essentielle dans la préparation de votre retraite, mais il est également impératif de réaliser les bons choix pour préserver votre épargne (inflation, fiscalité...). Les solutions complémentaires sont nombreuses comme par exemple le PEA et l'assurance-vie. Votre gérant privé peut vous aider à faire les choix adaptés à votre situation.

N'hésitez pas à questionner Valérie Pruvost au 01 47 23 73 23

Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chacun ; il est susceptible d'être modifié

CONTACTS

Investisseurs particuliers

Emilie TURET
01 47 23 55 23
eturet@fin-echiquier.fr

Investisseurs institutionnels et Allocataires d'actifs

Jérôme ROUGIER
01 47 23 71 90
jrougier@fin-echiquier.fr



FINANCIERE DE L'ECHIQUIER

53, AVENUE D'IENA - 75116 PARIS - TEL.: 01 47 23 90 90 - FAX: 01 47 23 91 91
www.fin-echiquier.fr

SOCIETE DE GESTION DE PORTEFEUILLE AGREEE PAR L'A.M.F. N° GP 91004