



BREDERODE

Rapport annuel 2011

« It is important to see distant things as if they were close, and to take a distanced view of close things. »

Miyamoto Miyashi

Table des matières

1.	Mission et stratégie.....	2
2.	Chiffres clés	3
3.	Rapport de gestion	4
3.1.	Situation de l'ensemble consolidé	4
3.2.	Situation statutaire de la société	6
3.3.	Déclaration de gouvernement d'entreprise.....	7
3.3.1.	Charte de gouvernance d'entreprise et conformité au Code belge de gouvernance d'entreprise 2009	7
3.3.2.	Principales caractéristiques des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques	10
3.3.3.	Actions propres et capital autorisé	11
3.3.4.	Structure de l'actionariat.....	11
3.3.5.	Composition et fonctionnement des organes d'administration et de leurs Comités.....	12
3.3.6.	Rapport de rémunération.....	14
3.4.	Gestion du portefeuille	15
3.4.1.	Portefeuille de participations cotées.....	16
3.4.2.	Private Equity	18
3.4.3.	Instruments dérivés	23
3.4.4.	Activités d'assurance dans les syndicats des Lloyd's	23
4.	Évènements postérieurs à la fin de la période de reporting et perspectives	25
5.	Déclaration de l'administrateur-délégué.....	26
6.	Cotation des titres brederode.....	27
7.	Chaire Brederode « Développement de l'esprit d'entreprise ».....	28
8.	États financiers consolidés au 31 décembre	29
8.1.	État du résultat global au 31 décembre	29
8.2.	État de la situation financière au 31 décembre	30
8.3.	État des flux de trésorerie	31
8.4.	État des variations des capitaux propres.....	32
8.5.	Notes	32
8.6.	Principes et méthodes comptables.....	40
8.7.	Politique en matière de risques et incertitudes	45
8.7.1.	Risques de marché	45
8.7.2.	Risque de crédit	48
8.7.3.	Risque de liquidité.....	48
8.7.4.	Risque de flux de trésorerie sur taux d'intérêt.....	49
9.	Rapport du commissaire	50
10.	Comptes statutaires	52
11.	Calendrier financier.....	57

1.

Mission et stratégie

Brederode est une société d'investissement cotée sur le marché NYSE Euronext Bruxelles, qui gère un portefeuille de participations cotées et non cotées (Private Equity).

La gestion du portefeuille a pour vocation d'accroître sur le long terme le patrimoine de ses actionnaires en générant de manière récurrente, non seulement des dividendes, mais aussi et surtout des plus-values sur ses participations.

Le portefeuille d'actions cotées, bien diversifié, est géré de manière active. Il comprend des participations minoritaires, de haute qualité et disposant généralement d'un large marché.

Le style de gestion est de type « stock picking » en investissant dans des entreprises jugées sous-évaluées par la bourse, présentant les meilleures perspectives de rentabilité et de croissance.

Brederode possède l'avantage de ne pas être tributaire de contraintes rigides telles que répartition sectorielle minimale, pondération maximale entre les différentes positions, liquidité minimale de chaque rubrique, etc.

De même à la sortie, Brederode est totalement libre d'attendre que ses participations soient arrivées à pleine maturité avant de les réaliser.

Les actions sont acquises ou cédées soit directement en bourse soit par l'exercice d'options sur actions.

La stratégie en matière d'**options** consiste à émettre occasionnellement hors bourse (over the counter) des options d'achat (calls) sur des actions du portefeuille-titres (covered calls) dont la valorisation est jugée élevée et des options de vente (puts) sur des actions convoitées, moyennant l'encaissement de primes s'ajoutant ainsi, en cas d'exercice de l'option, au rendement des actions sous-jacentes. Dans ce domaine également, la règle est la flexibilité ainsi qu'une appréciation constante du rapport risque/perspective de profit. La philosophie de Brederode en matière d'options se situe donc en l'occurrence, aux antipodes d'une prise de risque à caractère spéculatif.

L'objectif des investissements en **Private Equity** est d'atteindre une rentabilité nettement supérieure à celle espérée en bourse.

Depuis une vingtaine d'années, Brederode focalise ses investissements en Private Equity principalement au travers d'associations à durée déterminée, avec d'autres investisseurs institutionnels, en participant au capital d'entreprises opérant essentiellement aux États-Unis et en Europe Occidentale et, dans une mesure beaucoup plus faible mais croissante, dans la zone Asie-Australie.

Fort de son expérience accumulée, le groupe Brederode est en mesure de se concentrer sur les projets les plus porteurs, avec les meilleures équipes de gestionnaires spécialisés.

Brederode veille à optimiser en permanence le coût des capitaux nécessaires à son activité. C'est ainsi que ses actifs sont financés essentiellement par des capitaux permanents, renforcés régulièrement par le réinvestissement d'une large frange des bénéfices générés par son activité.

De manière opportuniste, Brederode peut recourir à un endettement soigneusement dosé, visant à optimiser la rentabilité des fonds propres.

2.

Chiffres clés

Comptes consolidés

Données globales (en millions €)	2011	2010	2009	2008	2007
Actifs financiers	937	906	828	663	1.236
- titres cotés	425	442	465	354	932
- Private Equity	512	464	363	309	304
Capitaux propres	947	906	842	714	1.184
Dettes financières	12	21	5		67
Variation de la valorisation à la juste valeur					
des actifs financiers	46	79	133	-476	-16
Dividendes et intérêts encaissés	25	26	21	38	43
Résultat de la période (part du groupe)	69	95	141	-449	49

Données ajustées par action (en €)	2011	2010	2009	2008	2007
Capitaux propres	31,59	29,63	27,06	22,94	38,02
Résultat de la période (part du groupe)	2,29	3,07	4,52	-14,43	1,51
Dividende					
brut	0,58	0,57	0,55	0,53	0,52
Cours de bourse					
le plus haut	20,80	19,00	17,90	29,43	32,40
le plus bas	16,10	15,00	10,01	10,60	28,10
au 31 décembre	18,21	18,10	17,03	12,75	29,60

Ratios	2011	2010	2009	2008	2007
P/BV (cours ⁽¹⁾ / capitaux propres)	0,58	0,61	0,63	0,56	0,78
P/E (cours ⁽¹⁾ / Bénéfice part du groupe)	7,93	5,90	3,77	n.a.	19,60
Retour sur Fonds propres					
(Bénéfice / moyenne des capitaux propres en %)	7,5%	10,9%	18,1%	-47,3%	4,1%
Rendement brut (dividende brut / cours ⁽¹⁾ en %)	3,2%	3,1%	3,2%	4,2%	1,8%

Nombre d'actions participant au bénéfice :

2007 : Pour les capitaux propres : 32.831.759 - 1.680.858 actions propres = 31.150.901
 Pour le résultat de base : 32.831.759 - 597.639 = 32.234.120 (a)

2008 : Pour les capitaux propres : 32.831.759 - 1.700.858 actions propres = 31.130.901
 Pour le résultat de base : 32.831.759 - 1.690.044 = 31.141.715 (a)

2009 : Pour les capitaux propres et le résultat de base : 32.831.759 - 1.700.858 = 31.130.901

2010 : Pour les capitaux propres : 30.653.969 - 62.576 actions propres = 30.591.393
 Pour le résultat de base : 30.653.969 + 416.235 = 31.070.204 (a)

2011 : Pour les capitaux propres : 30.029.254 - 62.879 actions propres = 29.966.375
 Pour le résultat de base : 30.029.254 + 206.447 = 30.235.701 (a)

^(a) Nombre moyen pondéré d'actions en circulation selon la norme IAS 33.

⁽¹⁾ Cours de bourse de fin d'année

3.

Rapport de gestion

Mesdames, Messieurs,

La présente brochure annuelle contient des informations détaillées relatives à l'évolution des affaires et des résultats tant de la société Brederode que de son Groupe.



Au cours de l'année 2011, les marchés financiers ont été marqués, particulièrement au cours du deuxième semestre, par l'incertitude persistante suscitée par la crise de la dette souveraine en Europe. Mais quelques évolutions positives observées en Italie et en Espagne ainsi que les mesures énergiques prises par la BCE en décembre, dans la foulée d'un accord politique sur la discipline fiscale à l'échelle de l'Europe continentale, ont quelque peu dissipé les scénarii les plus alarmistes quant à l'Europe en général et à son système bancaire en particulier.

Toutefois, la croissance devrait connaître un net ralentissement en Europe au cours de l'année 2012. Il en sera probablement de même, mais dans une moindre mesure, aux États-Unis. Les marchés émergents continueront donc à montrer la voie à suivre. La nécessaire discipline fiscale dans la zone euro devra s'accompagner de mesures destinées à retrouver la croissance si nous voulons éviter des années de stagnation.

Malgré le contexte difficile de 2011, le caractère défensif de notre portefeuille de titres cotés lui a permis de maintenir sa valeur, compte tenu des dividendes encaissés, alors que la plupart des marchés financiers ont enregistré des pertes souvent importantes sur cette même base. Par ailleurs, nos investissements en Private Equity (participations non cotées) ont continué à être rentables.



3.1. Situation de l'ensemble consolidé

Le périmètre de consolidation du groupe Brederode n'a pas connu de modification en cours d'exercice si ce n'est l'acquisition de 131 actions Geyser par Brederode, sans influence sur les états financiers et le résultat.

Au 31 décembre 2011, l'actif total consolidé s'élevait à € 965 millions, contre € 934 millions un an plus tôt. Ce montant représente à concurrence de 97%, la juste valeur du portefeuille-titres, lequel se compose à son tour, d'environ 55% de participations en Private Equity, le solde étant constitué de titres cotés.

Les comptes consolidés ci-après comprennent :

- un chapitre relatif aux principes et méthodes comptables (§ 8.6 p. 40)
- un chapitre décrivant la politique de la société en matière de risques et incertitudes (§ 8.7 p. 45)

Ces chapitres constituent des annexes au présent rapport de gestion.

État du résultat

(en 000 €)	2011	2010
Dividendes et intérêts perçus	25.212	25.956
Variation de la juste valeur des actifs financiers	45.741	79.005
- Titres cotés	-17.249	-8.824
- Private Equity	62.990	87.828
Résultat de change	-	-490
Autres produits et charges de la gestion du portefeuille	-7.519	-8.072
Résultat de la gestion de portefeuille	63.435	96.399
Autres produits et charges opérationnels	6.066	-676
Résultat opérationnel	69.501	95.723
Produits et charges non opérationnels	-113	-398
Résultat de la période	69.388	95.325
attribuable:		
- aux propriétaires de la société mère	69.384	95.318
- aux intérêts minoritaires	4	7

Au cours de l'année écoulée, le groupe Brederode a généré un bénéfice consolidé de € 69,4 millions soit € 2,29 par action contre respectivement € 95,3 millions soit € 3,07 en 2010.

Le tableau ci-dessous présente l'impact sur la variation des fonds propres entre le début et la fin de l'exercice des différents mouvements au sein des actifs du groupe.

(en 000 €)	2011	2010
Capitaux propres en début de période	906.479	842.287
Mouvements des actifs financiers non courants	30.866	77.399
Mouvements nets des achats et ventes	-14.876	-1.605
Variation de la juste valeur	45.741	79.005
Autres mouvements relatifs à la gestion du portefeuille	17.694	17.394
Résultat de change	-	-490
Dividendes et intérêts	25.212	25.956
Primes d'options	42	258
Honoraires de gestion «Private Equity»	-7.441	-8.193
Autres frais de banque	-119	-137
Mouvements des autres actifs non courants	213	585
Achats nets	184	82
Autres variations	29	503
Autres mouvements	-8.444	-31.186
Revenus (Charges) financier(e)s net(te)s	2.475	-4
Autres revenus opérationnels nets	6.066	-676
Dividende payé	-17.263	-17.122
Variation de la trésorerie nette	1.025	-1.206
Variation des dettes financières	8.770	-12.396
Acquisition d'actions propres	-11.839	-1.104
Autres	2.322	1.322
Capitaux propres en fin de période	946.808	906.479

3.2. Situation statutaire de la société

Résultat social

La maison mère Brederode a réalisé une perte de € 0,1 million, contre une perte de € 0,9 millions un an plus tôt. Ces chiffres correspondent à une perte par titre émis inférieure à € 0,01 contre une perte de € 0,03 l'année précédente.

Ce résultat comprend à concurrence de € 1,9 million des dividendes encaissés hors groupe (contre € 1,8 million un an plus tôt). Le résultat négatif de l'exercice est dû essentiellement à une réduction de valeur actée sur les participations en SOFINA (€ 7 millions) et AGEAS (€ 2 millions).

Affectation bénéficiaire

(en €)	2011	2010
Bénéfice reporté des exercices précédents	17.880.751,16	144.006.957,15
Régularisation dividende 2010 sur actions propres	174.017,57	-
Prélèvement sur la réserve indisponible (réduction de valeur sur actions propres)	-	3.027.527,24
Bénéfice reporté d'Auximines (suite à la fusion par absorption)	-	112.028.427,79
Affectation à la réserve indisponible (actions propres en provenance d'Auximines)	-	-246.761.165,00
Bénéfice (Perte) de l'exercice	-91.508,71	-879.502,11
Affectation à la réserve indisponible (actions propres)	-11.838.646,13	-1.104.399,90
Prélèvement sur les réserves disponibles	40.300.000,00	25.000.000,00
Bénéfice à affecter	46.424.613,89	35.317.845,17
- à la rémunération du capital ⁽¹⁾	-17.380.497,52	-17.437.094,01
- au report à nouveau	-29.044.116,37	-17.880.751,16

(1) hors actions propres au 31 décembre 2011. Le montant du dividende afférent aux actions rachetées entre le 1er janvier 2012 et la date de mise en paiement du dividende sera transféré au bénéfice à reporter.

En cas d'approbation par les actionnaires, le dividende unitaire brut s'élèverait à € 0,58 en hausse de 1,8 %, soit un dividende net de € 0,4350 après retenue du précompte mobilier de 25 %.

Ex-date : 8 juin 2012

Record date : 12 juin 2012

Payment date : 13 juin 2012

Service financier : Euroclear Belgium et les banques affiliées dont notamment BNP Paribas Fortis, KBC et Banque Degroof.

Acquisition d'actions propres

Au 31 décembre 2010, la société détenait 62.576 actions propres. Durant l'exercice 2011, elle a acquis en bourse 625.018 actions supplémentaires qui ensemble représentent 2% du capital de la société. Le prix total payé pour ces acquisitions en 2011 est de € 11.838.646. Leur intérêt est de faire bénéficier l'ensemble des actionnaires de l'effet relatif induit par un prix de revient inférieur à la valeur intrinsèque. Cet effet de relation peut être estimé à 0,24 € par action.

L'assemblée générale extraordinaire du 7 décembre 2011 a décidé d'annuler toutes les actions propres détenues jusqu'alors, soit 624.715 actions, réduisant ainsi le nombre d'actions représentatives du capital de 30.653.969 à 30.029.254.

Les 62.879 actions rachetées après la date de l'assemblée étaient toujours détenues par la société au 31 décembre 2011.

Art. 34 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007

Brederode n'a pas d'autres éléments à renseigner dans le cadre de l'arrêté précité que ceux figurant dans le présent rapport, en particulier au sujet de la structure du capital, du capital autorisé et de l'acquisition d'actions propres.

Perspectives

Même si les préoccupations en matière de dette souveraine et de stabilité du système bancaire, particulièrement en Europe, semblent apaisées, la situation reste fragile. La composition de notre portefeuille titres cotés nous permet toutefois de supposer que son rendement restera au moins stable.

Dans le secteur du Private Equity, l'orientation du portefeuille est restée favorable depuis le début de l'année 2012.

3.3. Déclaration de gouvernement d'entreprise

3.3.1. Charte de gouvernance d'entreprise et conformité au Code belge de gouvernance d'entreprise 2009

Le Conseil d'administration a approuvé la Charte de gouvernance d'entreprise en sa réunion du 12 janvier 2006 et l'a modifiée en dernier lieu le 6 mars 2012. Le texte mis à jour de cette Charte est disponible sur le site Internet de la société (www.brederode.eu).

La société adhère aux principes du Code belge de Gouvernance d'Entreprise 2009 (www.corporategovernancecommittee.be) (ci-après le « Code ») mais estime que certaines dispositions de celui-ci ne sont pas adaptées à sa situation spécifique. Ces dispositions sont commentées ci-après.

- La société a adopté une structure claire de gouvernance d'entreprise

En raison de son activité, de sa stratégie d'investissement et de sa taille, la société souhaite maintenir une structure de gestion simple, peu formaliste, consensuelle et basée sur la forte cohésion d'une équipe dirigeante restreinte.

La société est dirigée par ses administrateurs exécutifs qui forment le management exécutif. Le groupe Brederode se caractérise par le fait que les administrateurs exécutifs sont présents au sein de toutes les filiales (direction commune) et que, du fait de la taille restreinte du groupe, ils sont en permanence au fait de toutes les activités des différentes sociétés.

La stratégie de la société est définie depuis longtemps par le Conseil d'administration et exposée chaque année dans le rapport annuel.

Le management exécutif assure l'intégrité des états financiers.

Le Comité d'audit exerce les missions réservées par la Loi et vérifie notamment que le contrôle interne de la société est adéquat.

- La société est dotée d'un Conseil d'administration efficace qui prend des décisions dans l'intérêt social

La composition du Conseil d'administration est basée sur une nécessaire diversité ainsi qu'une complémentarité d'expériences, de connaissances et de compétences.

Sur les sept membres que compte actuellement le Conseil d'administration, quatre sont des administrateurs non exécutifs dont deux indépendants au sens du Code et du Code des sociétés (au lieu d'un minimum de trois selon le Code). Le Conseil d'administration considère toutefois qu'il compte bien trois membres substantiellement indépendants en son sein (voir note 1 de la page 12). La composition actuelle du Conseil d'administration se justifie eu égard au nombre restreint d'administrateurs, à la taille et à l'activité de la société. Elle ne respecte actuellement pas le principe de la mixité des genres.

Le Président veille à développer un climat de confiance au sein du Conseil d'administration en contribuant à des discussions ouvertes, à l'expression constructive des divergences de vues et à l'adhésion aux prises de décisions prises par le Conseil d'administration. Compte tenu de la simplicité des structures de la société, il ne se justifie pas de créer un poste de travail séparé pour un secrétaire de la société : cette fonction est remplie par les administrateurs exécutifs, qui s'appuient sur les avis d'un conseiller extérieur chargé également de les guider en matière de gouvernance.

- Tous les administrateurs font preuve d'intégrité et d'engagement

Dans les prises de décisions, l'indépendance de jugement est requise de tous les administrateurs, qu'ils soient exécutifs ou non et indépendants ou non.

Le Conseil veille particulièrement à ce que les éventuelles opérations de marché réalisées intra-groupe ou avec des entreprises avec lesquelles il existe des liens étroits, soient conclues dans des conditions et sous les garanties normales du marché pour des opérations de même nature.

Les administrateurs exécutifs communiquent toutes les informations relatives aux affaires et aux finances de la société nécessaires au fonctionnement efficace du Conseil d'administration.

Les administrateurs ne peuvent pas utiliser l'information reçue en leur qualité d'administrateurs à des fins autres que l'exercice de leur mandat. Dans ce cadre, une liste des personnes ayant accès à des informations privilégiées a été établie et une note mentionnant les conséquences juridiques liées à la détention d'informations privilégiées a été remise à chacune de ces personnes.

Chaque administrateur organise ses affaires personnelles et professionnelles de manière à éviter tout conflit d'intérêts, direct ou indirect, avec la société.

- Une procédure cohérente et transparente est appliquée pour la nomination et l'évaluation du Conseil d'administration et de ses membres

Le Président du Conseil d'administration conduit le processus de nomination. Après avis du Comité combiné des nominations et des rémunérations, il recommande les candidats appropriés au Conseil d'administration. Celui-ci propose ensuite la nomination à l'assemblée générale.

Pour favoriser la stabilité dans la gestion, les administrateurs sont, en règle générale, nommés pour une période de quatre à six ans.

Le Conseil d'administration choisit son Président sur la base de ses connaissances, de ses compétences, de son expérience et de ses aptitudes de médiation.

Sous la direction du Président, le Conseil d'administration évalue, de manière régulière, ses performances et celles de ses Comités.

Les administrateurs non exécutifs n'exercent pas plus de cinq mandats d'administrateur dans des sociétés cotées.

- Le Conseil d'administration a constitué des Comités spécialisés

Le Conseil d'administration a constitué un Comité d'audit, conformément au Code des sociétés, qui l'assiste dans l'exercice de ses responsabilités de suivi en matière de contrôle au sens le plus large du terme.

Le Comité d'audit est composé de quatre administrateurs non exécutifs. Deux de ses membres sont indépendants. Tous sont compétents en matière de comptabilité et d'audit.

Le Comité se réserve la possibilité d'inviter des tiers à ses réunions. Le Comité d'audit se réunit au moins deux fois par an (au lieu de quatre selon le Code) sur convocation de son Président ou à la demande de deux de ses membres. La structure juridique et financière du groupe, qui ne publie des états financiers que deux fois par an, justifie que le Comité d'audit ne soit pas obligé de se réunir plus souvent.

Le Comité d'audit et le Conseil d'administration évaluent les performances du Commissaire et du contrôle interne, lequel fait l'objet d'un développement spécifique ci-après.

Le Conseil d'administration a également constitué un **Comité combiné de nominations et de rémunérations**. Ce Comité comporte trois membres, tous non exécutifs et une majorité d'indépendants. Le représentant principal des administrateurs exécutifs participe avec voix consultative aux réunions du comité lorsque celui-ci traite de la rémunération des autres administrateurs exécutifs.

Le Comité définit lui-même le rythme de ses réunions. Il se réunit sur convocation de son Président ou à la demande de deux de ses membres. Il s'est réuni deux fois en 2011.

Après chacune de ses réunions, chaque Comité fait rapport au Conseil d'administration.

- La société a défini une structure claire de management exécutif

Le management exécutif comprend tous les administrateurs exécutifs.

Le management exécutif se charge notamment de ce qui suit :

- la conduite de la société ;
- la mise en place des contrôles internes basés sur le cadre référentiel approuvé par le Conseil d'administration ;
- la préparation exhaustive, ponctuelle, fiable et exacte des états financiers conformément aux normes comptables et aux politiques de la société ;
- la communication en temps utile, au Conseil d'administration de toutes les informations nécessaires à l'exécution de ses obligations.

- La société rémunère les administrateurs exécutifs et non exécutifs de manière équitable et responsable

Les administrateurs exécutifs bénéficient au sein du groupe d'une rémunération de base sans bonus ni formule d'intéressement à long terme. La structure du groupe et la nature de ses activités ne justifient pas une rémunération variable.

La rémunération des administrateurs non exécutifs n'est pas liée aux performances ; ils ne reçoivent ni avantages en nature, ni avantages liés aux plans de pension.

Il n'y a aucun plan prévoyant de rémunérer qui que ce soit par l'attribution d'actions, d'options sur actions ou de tout autre droit d'acquiescer des actions.

Tous les administrateurs, y compris les administrateurs exécutifs, sont révocables ad nutum et sans indemnité de départ, sauf l'application, s'il y a lieu, des dispositions légales en la matière.

- La société engage avec les actionnaires et actionnaires potentiels un dialogue basé sur la compréhension mutuelle des objectifs et des attentes

La société respecte l'égalité de traitement des actionnaires. Elle veille à ce que tous les moyens et les informations permettant aux actionnaires d'exercer leurs droits soient disponibles notamment via son site internet.

Les actionnaires sont encouragés à participer à l'assemblée générale.

Lors de celle-ci, les administrateurs répondent à toutes les questions pertinentes notamment celles relatives au rapport annuel et aux points portés à l'ordre du jour.

- La société assure une publication adéquate de sa gouvernance d'entreprise

Le présent chapitre du rapport financier annuel décrit notamment les événements pertinents concernant la gouvernance d'entreprise de l'exercice écoulé.

3.3.2. Principales caractéristiques des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques

Remarques préliminaires

Il n'existe pas de comité de direction ni de poste spécifique d'auditeur interne. Vu la taille du groupe Brederode et la nature ciblée de ses activités, la gestion des risques est confiée aux administrateurs exécutifs eux-mêmes. La fonction d'auditeur interne n'a pas d'objet, vu la proximité des administrateurs exécutifs qui surveillent personnellement les opérations accomplies pour le compte de la société.

Les fonctions de contrôle interne sont assurées par les administrateurs exécutifs d'une part, ainsi que par le Comité d'audit dont aucun des quatre membres ne remplit de fonction exécutive, d'autre part.

La philosophie d'ensemble repose sur des valeurs d'intégrité, d'éthique et de compétence requises de chaque intervenant et qui constituent le fondement du groupe et de son mode de fonctionnement.

Environnement de contrôle

L'environnement de contrôle est déterminé essentiellement par les lois et règlements des trois pays dans lesquels le groupe dispose de filiales (Belgique, Grande-Bretagne, Luxembourg) ainsi que par les statuts de chacune des sociétés concernées.

La comptabilité des différentes sociétés est assurée par une seule personne. La direction financière est assurée par le Chief Financial Officer (CFO).

Les comptes consolidés sont établis au moyen d'un logiciel de qualité internationale dont la mise en place et le suivi sont assurés directement par les administrateurs exécutifs.

Processus de gestion des risques

Les objectifs stratégiques, opérationnels, et de fiabilité de l'information financière tant interne qu'externe, sont définis par les administrateurs exécutifs et approuvés par le Conseil d'administration. La mise en œuvre de ces objectifs est contrôlée périodiquement par le Comité d'audit.

La gestion spécifique des risques du groupe Brederode est traitée à la section 8.7, page 45, intitulé « Politique en matière de risques et incertitudes ».

Activités de contrôle

Un contrôle permanent et quasi quotidien est exercé par les administrateurs exécutifs qui siègent également dans les Conseils d'administration des principales filiales. En outre, les administrateurs exécutifs se réunissent formellement chaque mois pour procéder à un examen détaillé de la situation comptable de chaque société du groupe, de la valorisation des actifs, du suivi général des activités, des besoins de financement, de l'appréciation des risques, des engagements nouveaux, etc.

Les actifs financiers du groupe, représentant plus de 97% du total bilantaire consolidé, sont toujours détenus par des tiers bancaires, trustees, etc., ce qui réduit considérablement les risques de négligence, d'erreur ou de fraude interne.

Information, communication et pilotage

La fiabilité, la disponibilité et la pertinence de l'information comptable et financière sont assurées directement par les administrateurs exécutifs dans une première étape et ensuite par le Comité d'audit.

Une attention particulière est apportée aux remarques ou demandes formulées non seulement par les autorités de contrôle mais aussi par les actionnaires et les analystes financiers, en vue d'adapter en permanence la qualité de l'information.

La maintenance et les adaptations des systèmes informatiques sont confiés à des prestataires informatiques extérieurs sous contrat.

Les administrateurs exécutifs veillent à la qualité des services ainsi prestés et s'assurent que le degré de dépendance vis-à-vis de ces prestataires reste acceptable.

La sécurité des systèmes informatiques est maximisée grâce au recours aux procédés techniques disponibles en la matière : droits d'accès, back-up, anti-virus, etc.

Les administrateurs exécutifs préparent, contrôlent et assurent la diffusion des informations, après les avoir soumises au Conseil d'administration, au conseil juridique externe et au Commissaire.

3.3.3. Actions propres et capital autorisé

Informations visées à l'article 34 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé :

- Détenteurs de tout titre comprenant des droits de contrôle spéciaux et description de ces droits (art. 34, 3°) : néant.
- Restriction légale ou statutaire à l'exercice du droit de vote (art. 34, 5°) : néant.
- Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres de l'organe d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de l'émetteur (art. 34, 7°) : règles supplétives du Code des sociétés.
- Pouvoirs de l'organe d'administration, en particulier concernant le pouvoir d'émettre ou de racheter des actions (art. 34, 8°) :
 - **Acquisition d'actions propres** : en vertu des décisions de l'assemblée générale du 16 novembre 2010, le Conseil d'administration est autorisé, conformément à l'article 620, § 1er, du Code des sociétés, à acquérir par voie d'achat ou d'échange, un nombre maximum de 6.005.850 actions (20% des actions représentatives du capital), directement ou par une personne agissant en son nom propre mais pour le compte de la société ou par une société filiale directe au sens de l'article 627 du Code des sociétés, à un prix minimal d'un euro (1,00 €) et un prix maximal de cinq pour cent (5 %) supérieur à la moyenne des cours de clôture des trois dernières cotations précédant le jour de l'acquisition. Cette autorisation est valable pour une période de cinq (5) ans à compter du 14 décembre 2010 et peut être renouvelée.
 - **Aliénation d'actions propres** : l'assemblée générale du 16 novembre 2010 a autorisé le Conseil d'administration, conformément à l'article 622, § 2, 1°, du Code des sociétés, à aliéner les actions acquises en vertu de l'article 620, § 1er, du Code des sociétés, pour autant que ces actions soient cotées au sens de l'article 4 du Code des sociétés.
 - **Capital autorisé** : L'assemblée générale du 16 novembre 2010 a autorisé le Conseil d'administration à augmenter le capital, en une ou plusieurs fois, à concurrence de deux cent seize millions sept cent trente mille cent quarante-quatre euros seize cents (216.730.144,16 €), l'autorisation étant valable pour une période de cinq (5) ans à compter du 14 décembre 2010. Cette autorisation peut notamment être utilisée pour les opérations suivantes :
 - les augmentations de capital ou les émissions d'obligations convertibles ou de droits de souscription à l'occasion desquelles le droit de préférence des actionnaires est limité ou supprimé ;
 - les augmentations de capital ou les émissions d'obligations convertibles à l'occasion desquelles le droit de préférence des actionnaires est limité ou supprimé en faveur d'une ou plusieurs personnes déterminées, autres que les membres du personnel de la société ou de ses filiales ;
 - les augmentations de capital effectuées par incorporation de réserves.

3.3.4. Structure de l'actionariat

Loi relative à la publicité des participations importantes

La société a reçu le 16 décembre 2011 une notification commune de la Stichting Administratiekantoor (STAK) Holdicam, de Holdicam SA et de Brederode SA. Cette notification est basée sur la loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant des dispositions diverses.

Cette notification commune fait suite aux achats effectués par Holdicam SA. et par Brederode SA. et à l'AGE de Brederode SA du 7 décembre 2011 qui a décidé entre autres de l'annulation de 624.715 actions propres.

Aux termes de cette notification et à la date de celle-ci, le contrôle ultime de Brederode SA est détenu par STAK Holdicam, laquelle n'est contrôlée en amont par aucune personne physique ou morale. STAK Holdicam détient 100,00 % de HOLDICAM SA, qui détient elle-même 50,30 % de Brederode SA, laquelle détient à son tour 0,21% d'actions propres.

Loi relative aux offres publiques d'acquisition

En vertu de l'article 74, de la loi du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, la société a reçu la notification suivante au 31 août 2011 :

Identité de la personne morale détenant plus de 30% des titres avec droit de vote :	Holdicam S.A.
Identité de la personne morale détenant le contrôle ultime :	Stak Holdicam
Chaîne de contrôle :	Stak Holdicam
	100,00%
	Holdicam S.A.
	48,8%
	(*) Brederode S.A.
Nombre de titres avec droit de vote détenus	14.951.373
Pourcentage	48,8%

(*) Brederode détient 1,8% d'actions propres

3.3.5. Composition et fonctionnement des organes d'administration et de leurs Comités

Composition du Conseil d'administration et de ses Comités

Conseil d'administration

Pierre van der Mersch, Président
 Luigi Santambrogio, Administrateur-Délégué
 Axel van der Mersch, Administrateur-Délégué⁽¹⁾
 Gérard Cotton
 Michel Delloye⁽²⁾
 Alain Siaens⁽³⁾
 Bruno Colmant⁽³⁾

(1) A partir du 6 mars 2012

(2) Administrateur indépendant jusqu'à l'assemblée générale du 22 avril 2009. Pour rappel, Monsieur Delloye a été appelé au Conseil d'administration par décision de l'assemblée générale ordinaire du 23 avril 2003. Son mandat a été renouvelé par décision des assemblées générales des 26 avril 2006, 25 avril 2007, 23 avril 2008 et 22 avril 2009. Entretemps, l'article 526ter, 2° du Code des sociétés, inséré par la loi du 17 décembre 2008, fixe comme critère d'indépendance le fait de « ne pas avoir siégé au conseil d'administration en tant qu'administrateur non exécutif pendant plus de trois mandats successifs, sans que cette période ne puisse excéder douze ans ». Il en résulte que, même s'il siège au conseil d'administration depuis moins de douze ans, Monsieur Delloye ne remplit pas le critère d'indépendance visé à cette disposition, à compter de son entrée en vigueur.

(3) Administrateur indépendant

Management exécutif

Luigi Santambrogio
 Axel van der Mersch
 Pierre van der Mersch

Comités du Conseil d'administration

- Comité d'audit

Michel Delloye, Président
Bruno Colmant
Gérard Cotton
Alain Siaens

Comme l'ont reconnu respectivement les assemblées générales des 22 avril 2009 et 12 mai 2010, Messieurs Alain Siaens et Bruno Colmant sont administrateurs indépendants au sens de l'article 526ter du Code des sociétés, dès lors qu'il n'ont avec la société aucun des liens fonctionnels, familiaux ou actionnaires visés par cette disposition, qu'ils n'entretiennent avec la société aucune relation de nature à mettre en cause leur indépendance, et qu'ils ne se trouvent dans aucune des situations visées aux points 1° à 9° de cette disposition.

Tous les membres du comité d'audit exercent depuis de nombreuses années des fonctions à hautes responsabilités dans des secteurs économiques variés. Leur compétence en matière de comptabilité et d'audit sont indiscutables.

- Comité combiné des nominations et des rémunérations

Alain Siaens, Président
Michel Delloye
Bruno Colmant

Fonctionnement du Conseil d'administration et de ses Comités

Le Conseil d'administration et ses Comités se réunissent et fonctionnent conformément à la Charte de gouvernance d'entreprise.

En 2011, le Conseil d'administration s'est réuni quatre fois. Les administrateurs étaient présents ou représentés à 100 % des réunions, sauf un administrateur non exécutif (75%).

Le Comité d'audit s'est réuni deux fois ; le Comité combiné des nominations et des rémunérations s'est réuni deux fois.

Au cours de l'exercice, les administrateurs n'ont pas conclu d'opérations avec la société ni avec des sociétés liées.

Le 6 mars 2012, le Comité combiné des nominations et des rémunérations a évalué son fonctionnement et son efficacité, ainsi que son règlement d'ordre intérieur, contenu dans la Charte de gouvernance d'entreprise. Il a en outre évalué le respect des critères d'indépendance par les administrateurs indépendants, la disponibilité des administrateurs non exécutifs, la performance des administrateurs exécutifs (en ce compris la CEO) et la rémunération des administrateurs. Le Comité s'est montré satisfait sur tous ces points.

Le 6 mars 2012, le Comité d'audit a évalué son fonctionnement et son efficacité, ainsi que son règlement d'ordre intérieur, contenu dans la Charte de gouvernance d'entreprise. Il s'est déclaré satisfait sur tous ces points. Le même jour, les administrateurs non exécutifs ont discuté entre eux des interactions avec les administrateurs exécutifs, et s'en sont montrés satisfaits.

Lors de sa réunion du 6 mars 2012, le Conseil d'administration a évalué sa composition et son fonctionnement, l'interaction entre administrateurs, ainsi que la contribution de chaque administrateur à ses travaux. Il a procédé le même jour à une évaluation similaire du fonctionnement du Comité d'audit et du Comité combiné des nominations et des rémunérations. Cette évaluation fait apparaître des performances satisfaisantes. Le Conseil a en outre entamé une réflexion en vue de féminiser, à terme, sa composition.

3.3.6. Rapport de rémunération

1. Procédure interne d'adoption des décisions en matière de rémunération

Tous les dirigeants de Brederode sont administrateurs de Brederode.

La politique relative à la rémunération des administrateurs est élaborée par le Conseil d'administration, sur proposition du Comité combiné des nominations et des rémunérations. Le montant total de la rémunération des administrateurs, à charge de la société, est fixé par l'assemblée générale sur proposition du Conseil d'administration. Le niveau de rémunération de chaque administrateur est fixé par le Conseil d'administration, sur proposition du Comité combiné des nominations et des rémunérations, sous réserve de l'accord de l'organe compétent de la (des) sociétés du groupe qui paie(nt) la rémunération.

2. Politique de rémunération des administrateurs pendant l'exercice

a. Principes de base de la rémunération

Les administrateurs exécutifs bénéficient au sein du groupe d'une rémunération de base, sans bonus ni formule d'intéressement à long terme. La rémunération des administrateurs non exécutifs n'est pas liée aux performances ; ils ne reçoivent ni avantages en nature, ni avantages liés aux plans de pension.

b. Importance relative des différentes composantes de la rémunération

Cette importance relative se déduit du tableau ci-dessous. La rémunération de base représente dans tous les cas plus de 90% de la rémunération totale.

c. Caractéristiques des primes de prestations en actions, options ou autres droits d'acquérir des actions

La Société n'attribue à ses administrateurs aucune rémunération variable et ne leur attribue pas d'actions, d'options, ni d'autres droits d'acquérir des actions.

d. Informations sur la politique de rémunération pour les deux exercices sociaux suivants

La société ne prévoit pas de modifier substantiellement sa politique de rémunération pendant l'exercice en cours et l'exercice suivant.

3. Montant des rémunérations et autres avantages accordés aux administrateurs de Brederode par la Société et par ses filiales

Le montant de la rémunération brute (à charge du groupe) des administrateurs s'est élevé en 2011 à (€ 000) 786 et se détaille comme suit :

(en €)	Rémunération		Pension ^(b)	Autres Composantes ^(c)	Total
	de base ^(a)	variable			
Administrateur-délégué					
L. Santambrogio	263			3	266
Autres administrateurs exécutifs	461		4	24	489
Administrateurs non exécutifs					
G. Cotton	13				13
M. Delloye	6				6
A. Siaens	6				6
B. Colmant	5				5
Total	754		4	27	786

(a) Rémunération brute ou coût total, en excluant les charges sociales mises à charge de la société ou des sociétés du groupe (cotisations patronales)

(b) Plan de type « contribution fixe »

(c) Les autres composantes comprennent des assurances hospitalisation, des frais de représentation et des frais de voiture ou de déplacement.

4. Critères pour l'évaluation des prestations au regard des objectifs et période d'évaluation et la description des méthodes appliquées pour vérifier s'il a été satisfait aux critères de prestations

En l'absence de rémunérations variables, une telle évaluation n'est pas nécessaire.

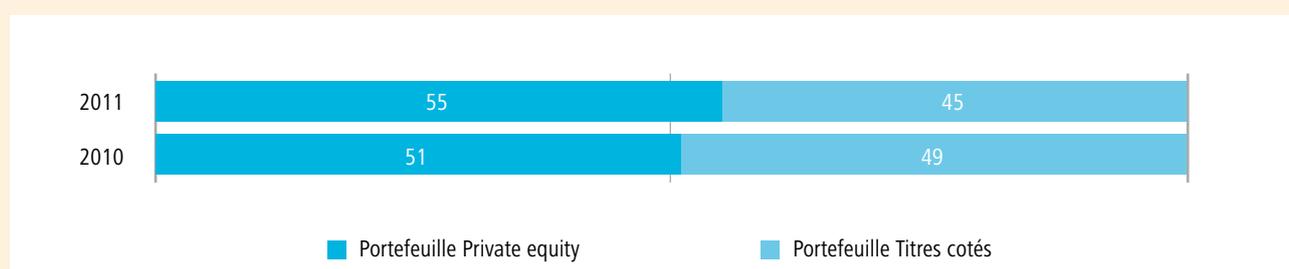
5. Recouvrement des rémunérations variables

En l'absence de rémunérations variables, il n'y a pas lieu de prévoir au bénéfice de la société un droit au recouvrement des rémunérations variables en cas d'informations financières erronées.

6. Indemnité de départ

Tous les administrateurs, y compris les administrateurs exécutifs, sont révocables ad nutum et sans indemnité de départ, sauf l'application, s'il y a lieu, des dispositions en la matière.

3.4. Gestion du portefeuille



(en 000 €)	Titres cotés	Private Equity	Total
Juste valeur en début de période	441.855	463.925	905.779
Investissements	6.529	92.001	98.530
Désinvestissements	-6.511	-106.894	-113.405
Variations de la juste valeur	-17.249	62.990	45.741
Juste valeur en fin de période	424.624	512.021	936.645

Au cours de l'année 2011, les investissements et désinvestissements en titres cotés sont restés en équilibre alors que le groupe a été vendeur net en Private Equity à concurrence de € 14,9 millions.

La part du portefeuille coté dans l'ensemble des actifs financiers non courants passe de 49% à 45%, tandis que le Private Equity croît de 51% à 55%.

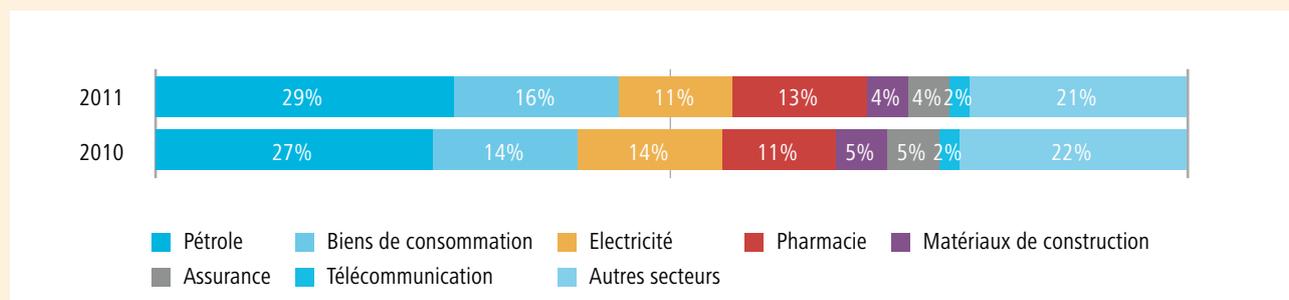
3.4.1. Portefeuille de participations cotées

Introduction

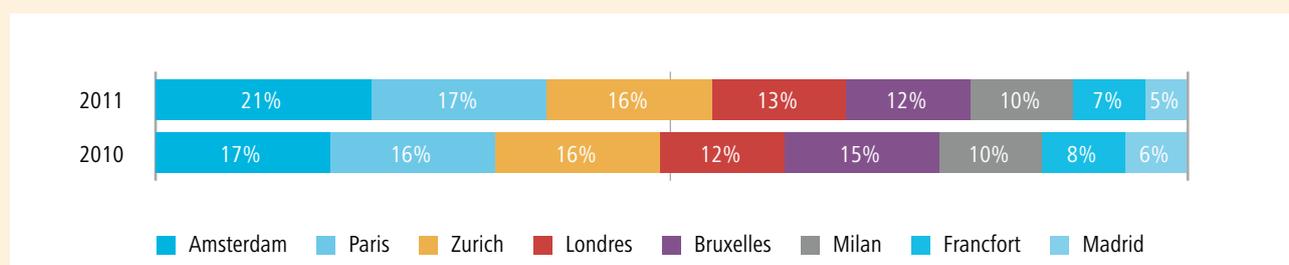
Le groupe gère activement un large portefeuille d'actions ordinaires, cotées essentiellement sur les places européennes soit : Bruxelles, Paris, Amsterdam, Milan, Francfort, Londres, Madrid, et Zurich.

Il s'agit de participations minoritaires bénéficiant généralement d'un large marché et se prêtant à l'émission occasionnelle d'options put ou call.

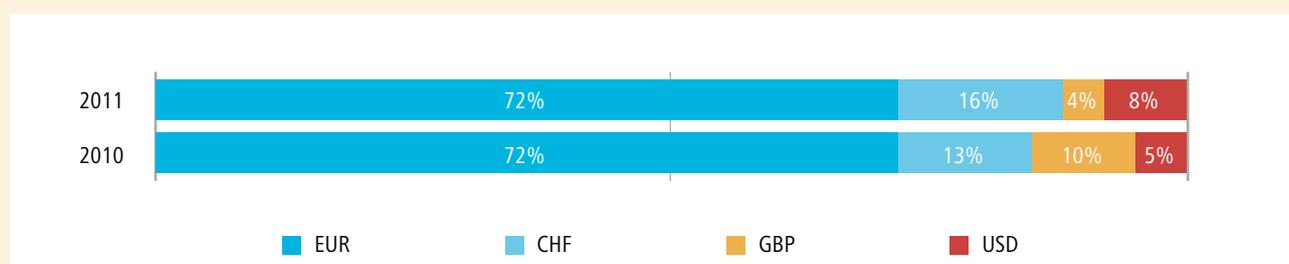
Répartition sectorielle des participations cotées (en %)



Répartition entre les différents marchés financiers des participations cotées (en %)



Répartition par devises des participations cotées (en %)



Mouvements de l'année

(en 000 €)	2011	2010
Juste valeur au début de la période	441.855	465.223
Investissements	6.529	12.332
Désinvestissements	-6.511	-26.878
Variations de la juste valeur	-17.249	-8.824
Juste valeur en fin de période	424.624	441.855

Au cours de l'année 2011, la composition du portefeuille de titres cotés de Brederode, qui continue à faire la part belle aux actions défensives offrant un rendement appréciable et une forte liquidité, n'a pas été modifiée de manière significative. Nous avons acquis des actions Fresenius SE, une société allemande prestant des services de soins de santé essentiellement en Allemagne et aux États-Unis.

Nous avons également fait l'acquisition d'actions Royal Dutch supplémentaires en optant pour les dividendes en actions et avons diminué notre position en Sofina.

Composition du portefeuille

Au 31 décembre 2011, les participations cotées du groupe étaient les suivantes :

Titres	31/12/2010	Achats (ventes)	31/12/2011	(€ 000)	
Pétrole				121.750	29%
ENI	1.749.000		1.749.000	28.001	7%
Royal Dutch Shell «A»	1.502.078	75.372	1.577.450	44.405	10%
Saipem	480.000		480.000	15.768	4%
Total	850.000		850.000	33.575	8%
Biens de consommation				68.496	16%
Nestlé	577.872		577.872	25.671	6%
Unilever	1.611.788		1.611.788	42.825	10%
Electricité				47.213	11%
E.on	1.500.000		1.500.000	25.005	6%
Iberdrola	4.589.422		4.589.422	22.208	5%
Pharmacie - soins de santé				56.075	13%
Fresenius SE & Co		55.040	55.040	3.934	1%
Novartis	520.000		520.000	22.971	5%
Sanofi-Aventis	514.000		514.000	29.170	7%
Matériaux de construction				17.066	4%
Holcim	412.844		412.844	17.066	4%
Assurance				18.062	4%
Ageas	3.977.500		3.977.500	4.773	1%
Novae Group	3.296.185		3.296.185	13.289	3%
Telecom				8.312	2%
France Telecom	685.000		685.000	8.312	2%
Industries diverses				86.803	20%
Samsung Electronics (GDR)	100.000		100.000	35.606	8%
Schroder UK Alpha Plus Fund (1)	1.926.782		1.926.782	2.634	1%
Schroder Specialist Value UK Eq. Fd (1)	1.587.302		1.587.302	2.489	1%
Sofina	863.264	-105.008	758.256	45.131	11%
Tom Tom	308.750		308.750	942	0%
Autres participations < € 1 MM				847	0%
TOTAL				424.624	100%

(1) Investissements destinés à garantir les obligations d'Athanor Ltd dans le cadre de son activité sur le marché des Lloyd's

Pour mémoire, Brederode détenait au 31 décembre 2011 62.879 actions propres, soit 0,2% de son capital, d'une valeur boursière au 31 décembre 2011 de €1.145.027. Dans les comptes consolidés, la valeur de ces actions a été déduite des capitaux propres et ne figure plus à l'actif du bilan.

3.4.2. Private Equity

Introduction

Le portefeuille Private Equity de Brederode résulte principalement d'engagements dans des associations à durée déterminée (10-12 ans) appelées le plus souvent « Limited Partnerships ». Ces associations se composent d'une part, d'une équipe de gestionnaires, le « General Partner » composée de professionnels expérimentés et d'autre part d'investisseurs institutionnels, les « Limited Partners ».

Ces derniers s'engagent à répondre pendant une période généralement limitée à cinq ans, aux appels de fonds du General Partner à hauteur d'un montant maximum qualifié de « Commitment » (engagement). Le General Partner investit les montants appelés dans différents projets dont il assure ensuite la gestion jusqu'au moment de la sortie (« exit ») soit typiquement après une période de 3 à 7 ans.

Pour le groupe Brederode, il s'agit essentiellement d'une stratégie de type « buy-out », c'est-à-dire visant à acquérir avec d'autres investisseurs et avec un levier financier approprié (« leveraged buy-out »), un intérêt - en principe de contrôle - dans des entreprises déjà mûres, disposant d'un cash flow prévisible et présentant des opportunités d'expansion ou de consolidation.

Le groupe analyse également toutes opportunités de co-investir directement dans certains projets jugés prometteurs, en parallèle avec certaines associations.

Chaque engagement d'investir n'est décidé qu'au terme d'une procédure de « due diligence » qui comprend systématiquement des entretiens avec ces gestionnaires spécialisés et l'examen approfondi de l'ensemble des documents ad hoc.

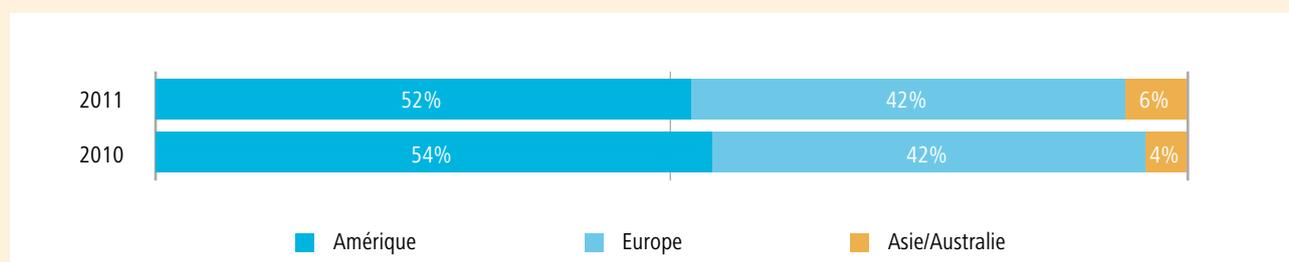
Les études préalables portent, en particulier, sur la qualité et la cohésion des équipes de gestion, la stratégie d'investissement et les opportunités de marché, les performances réalisées dans le passé, la source des affaires et les perspectives de valorisation et de sorties à terme.

Le suivi des investissements se fait sur base de rapports trimestriels détaillés, des comptes annuels audités des associations et des contacts directs et fréquents avec les gestionnaires.

Les opérations de Brederode en Private Equity remontent à 1992. Depuis lors, les activités en Private Equity ont généré des appels de fonds pour € 1.022 millions et des distributions pour € 835 millions.

Fort de son expérience accumulée, le groupe Brederode est en mesure de se concentrer sur les projets les plus porteurs, animés par les meilleures équipes de gestionnaires spécialisés.

Répartition géographique des investissements en Private Equity (en %)

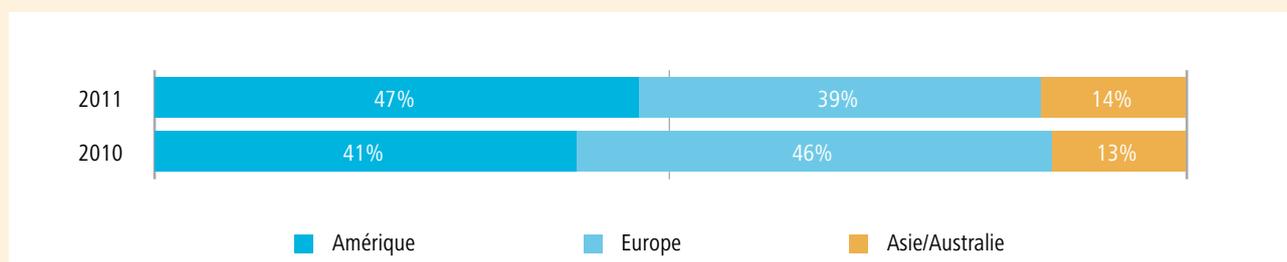


Fin 2011, le groupe était investi au travers de 121 associations gérées par 44 groupes de Private Equity, à concurrence de € 468 millions contre € 420 millions un an plus tôt.

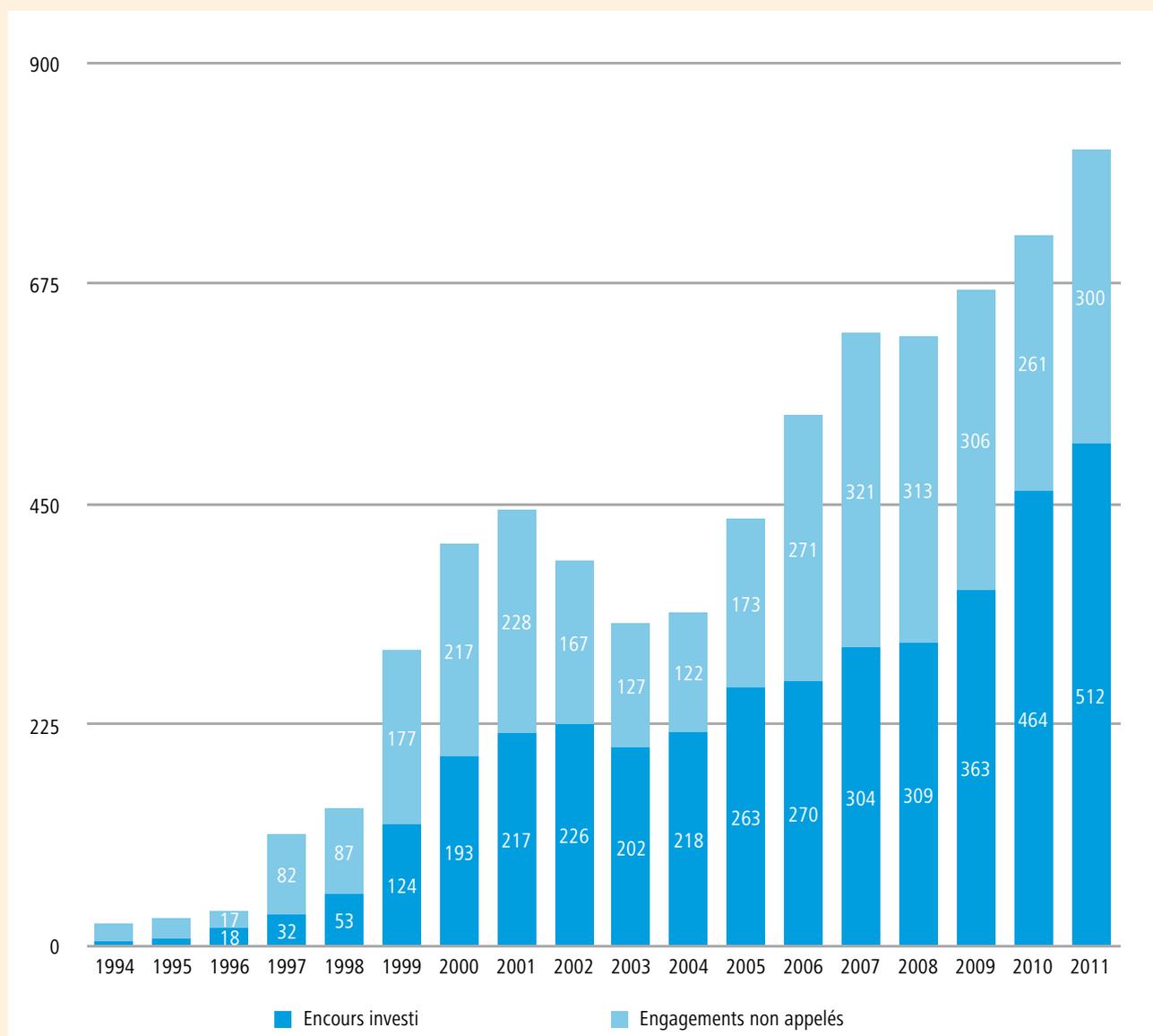
Sur ces 121 associations, 58 étaient toujours en phase d'investissement, les autres poursuivant leur activité de gestion en vue de réaliser au mieux leurs actifs résiduels.

A ces investissements, il y a lieu d'ajouter des co-investissements directs pour un montant total de € 44 millions à fin 2011 (inchangé par rapport à 2010).

Répartition géographique des engagements non-appelés en Private Equity (en %)



Evolution des engagements en Private Equity (en € 000)



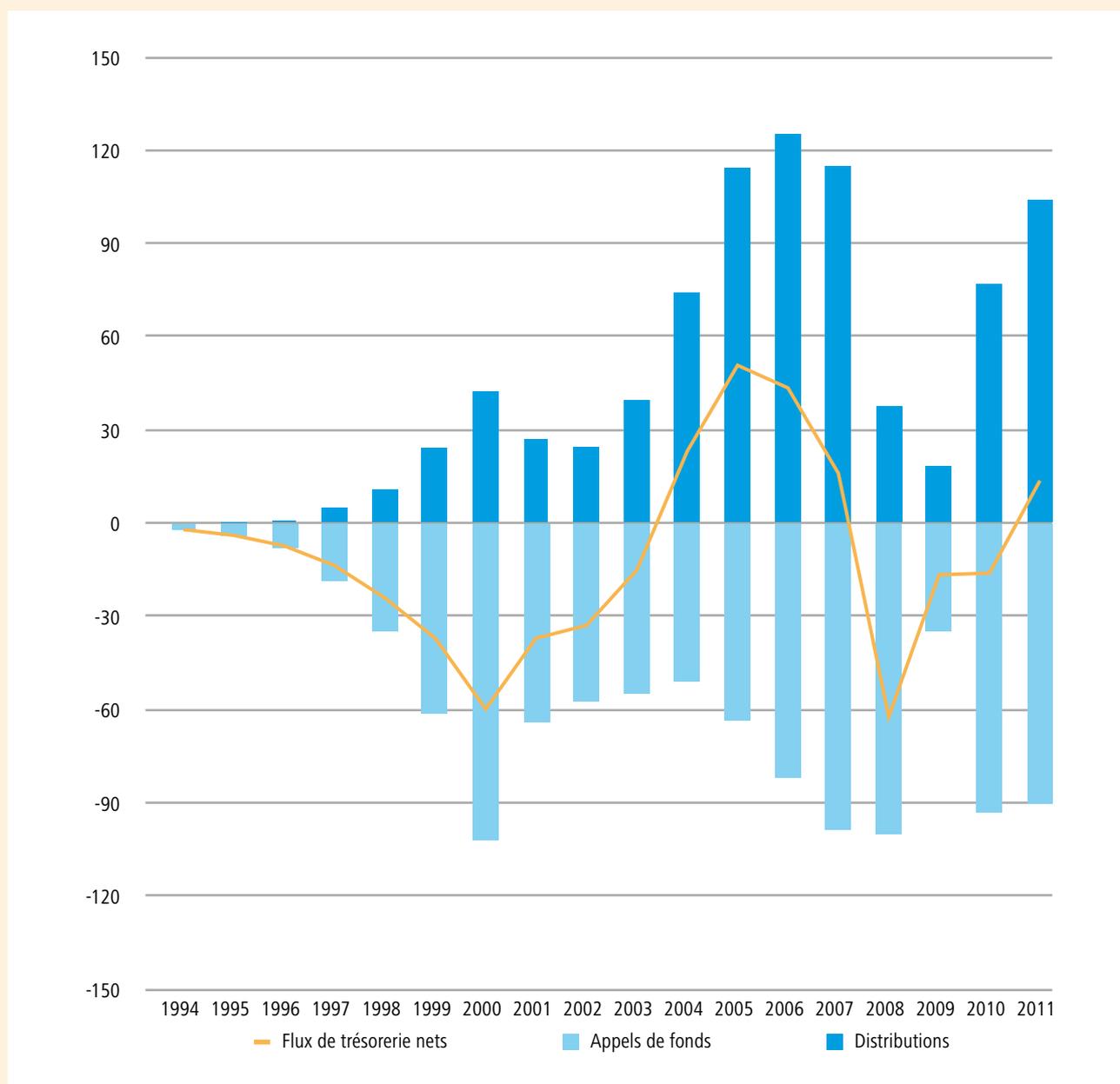
Sur base des montants investis et des engagements non encore appelés, les dix principaux gestionnaires avec lesquels le groupe coopère sont : The Carlyle Group, Providence Equity Partners, EQT, Montagu Private Equity, Doughty Hanson & Co, Bain Capital, Axa Private Equity, HIG Capital, Catterton Partners et Apollo Management.

Ces gestionnaires représentent 54 % (inchangé par rapport à 2010) de la somme des investissements et des montants non appelés.

Au cours de l'exercice 2011, les montants non appelés ont évolué comme suit :

(en 000 €)	2011	2010
Engagements en début de période	260.939	306.484
Variations des engagements existants	-73.423	-81.414
Engagements nouveaux	112.244	35.869
Engagements en fin de période	299.759	260.939

Evolution des flux de trésorerie (en € millions)



Une des particularités de nos investissements en Private Equity réside dans l'allure des flux de trésorerie que générera progressivement l'adhésion à toute nouvelle association. En effet, les appels de fonds sont chaque fois répartis dans le temps

(généralement sur cinq ans) à mesure que le gestionnaire complète son portefeuille. Les premières sorties peuvent donc elles aussi contribuer à financer les derniers appels de fonds d'une même association.

Le graphique en page 20 montre que la période de 2004 à 2007 a été marquée par une situation d'autofinancement du portefeuille Private Equity, les appels de fonds étant largement financés par les seules sorties. Les années 2008 à 2010 présentent une tendance inverse. En 2011, le portefeuille Private Equity est revenu à une situation d'autofinancement.

Le cash-flow net positif généré par le portefeuille Private Equity (mouvement net des investissements, frais, taxes, dividendes et intérêts reçus) s'est élevé à € 13,6 millions en 2011 contre un cash-flow net négatif de € 16,1 millions en 2010.

D'une manière générale, les besoins de financement du portefeuille Private Equity sont couverts par les sources suivantes :

- L'utilisation de la trésorerie existante
- Les entrées de trésorerie générées par la réalisation d'investissements au sein du portefeuille Private Equity
- Les dividendes et intérêts perçus
- Le programme de papier commercial
- Les lignes de crédit
- La réalisation le cas échéant d'une partie du portefeuille coté qui joue le rôle de tampon de liquidité

Evolution des investissements en Private Equity

(en 000 €)	2011	2010
Juste valeur en début de la période	463.925	363.156
Investissements	92.001	92.933
Désinvestissements	-106.894	-79.994
Variations de la juste valeur	62.990	87.828
Juste valeur en fin de période	512.021	463.925

L'activité en Private Equity de Brederode est restée assez soutenue en 2011. Le montant total des sorties s'est élevé à € 106,9 millions contre € 80 millions l'année précédente, tandis que les investissements nouveaux se chiffraient à € 92 millions, contre € 92,9 millions en 2010.

Par ailleurs, le Private Equity a généré des revenus courants (dividendes et intérêts) de € 7,9 millions en 2011, contre € 6,2 millions l'année précédente.

L'activité globale a été répartie de manière égale entre les deux semestres de l'année malgré un certain ralentissement dans la partie européenne du portefeuille au cours du deuxième semestre. La crise des dettes souveraines a manifestement eu un impact, surtout en Europe, les banques se montrant plus réticentes dans l'octroi de nouveaux crédits. Par conséquent, les sociétés emprunteuses se sont tournées de plus en plus vers le marché des obligations pour leur financement à long terme, voire en vue de diminuer le niveau de leur endettement.

Compte tenu du contexte actuel, les General Partners se concentrent plus que jamais sur deux facteurs clés conditionnant leur succès futur: « croissance » et « améliorations opérationnelles ». Dans un monde caractérisé par une faible croissance ou une croissance inexistante au niveau macroéconomique, du moins dans les pays développés, il apparaît plus que jamais essentiel de découvrir et acquérir, à des prix acceptables, des sociétés qui présentent une croissance durable dans leur secteur spécifique. A l'heure actuelle, la véritable création de valeur au niveau du Private Equity réside dans la capacité à aider les sociétés acquises à prendre une dimension internationale et à développer de nouveaux marchés ainsi que dans le pouvoir de stimuler les améliorations opérationnelles susceptibles d'accroître ou de conserver les marges bénéficiaires. C'est particulièrement vrai lorsque, comme c'est le cas aujourd'hui, les capitaux empruntés sont relativement rares et coûteux et lorsqu'on ne peut pas miser sur une expansion mécanique des prix, soutenue par les performances des marchés cotés.

Liste des 30 principales participations en Private Equity

Cette liste a été établie sur base des engagements totaux, à savoir l'addition des montants investis réévalués à la juste valeur et des montants non encore appelés au 31 décembre 2011.

Dénomination (€ 000)	Investissements à la juste valeur	Montants non-appelés	Engagements totaux
DOUGHTY HANSON & CO V	13.025	7.305	20.329
PROVIDENCE EQUITY PARTNERS VI	17.333	2.991	20.324
EQT VI	659	19.084	19.743
CARLYLE EUROPE PARTNERS III	14.470	5.195	19.666
PROVIDENCE EQUITY PARTNERS VII		19.321	19.321
EQT V	18.317	568	18.886
PACIFIC EQUITY PARTNERS FUND IV	7.374	10.430	17.804
APOLLO INVEST FUND VII	10.438	6.540	16.978
AXA SECONDARY FUND V	6.200	10.558	16.759
AXA SECONDARY FUND IV	12.082	4.359	16.441
BAIN CAPITAL ASIA FUND II		15.457	15.457
CHARTERHOUSE CAPITAL PARTNERS IX	6.153	9.153	15.306
BC EUROPEAN CAPITAL IX	1.325	13.560	14.885
CARLYLE PARTNERS V	10.379	4.494	14.873
MONTAGU IV	940	13.790	14.731
MONTAGU III	11.679	2.479	14.159
BAIN CAPITAL EUROPE FUND III	6.409	7.688	14.097
WHITE KNIGHT VIII	8.250	4.650	12.900
CARLYLE/RIVERSTONE FUND IV	10.047	2.516	12.563
BAIN CAPITAL FUND X	8.092	3.246	11.338
H.I.G.BAYSIDE DEBT&LBO FUND I.	4.017	7.130	11.147
TRITON II	9.859	1.013	10.872
CARLYLE/RIVERSTONE FUND III	10.118	576	10.694
MADISON DEARBORN CAPITAL PARTNERS V	9.383	1.041	10.423
TRITON FUND III	5.781	4.596	10.377
TRIDENT IV	9.189	1.122	10.311
EQT IV	9.582	396	9.978
DOUGHTY HANSON & CO FUND IV	8.863	308	9.171
CAPITAL TODAY CHINA GROWTH FUND	8.993		8.993
AUTRES	273.064	120.191	393.255
TOTAL	512.021	299.759	811.780

Ensemble, ces 30 principales participations représentent 47% des investissements en Private Equity et 60% des engagements non encore appelés.

3.4.3. Instruments dérivés

Options sur titres cotés

En tant qu'émetteur occasionnel d'options sur titres cotés, le groupe joue en quelque sorte, le rôle d'assureur pour des opérateurs souhaitant se protéger contre une baisse (Put) ou une hausse (Call) importante d'un titre en bourse. Les primes encaissées en rémunération de ce rôle viennent compléter le rendement du portefeuille.

Les positions prises n'excèdent habituellement pas deux mois et n'ont pas de caractère spéculatif, l'émission d'option « call » étant par exemple toujours couverte à 100% par des titres en portefeuille.

En 2011, le montant des primes perçues s'est élevé à € 0,41 million contre € 0,3 million en 2010.

Instruments de couverture de change

Pour mettre en œuvre sa politique de couverture de risques de change, le groupe conclut occasionnellement des contrats de change à terme dont la durée oscille entre 1 mois et 6 mois. Le montant de la couverture évolue en fonction de l'opinion du groupe sur la devise concernée.

3.4.4. Activités d'assurance dans les syndicats des Lloyd's

L'année 2011 a été une nouvelle fois rentable pour notre filiale britannique, Athanor Ltd.

Il convient de rappeler que le résultat de nos investissements dans les syndicats des Lloyd's est influencé par leurs méthodes comptables spécifiques qui consistent notamment à clôturer les comptes avec un décalage de trois ans. Ce délai permet d'estimer avec plus de précision l'impact des sinistres.

Les résultats totaux d'Athanor pour l'année 2011 reposent donc essentiellement sur ses résultats techniques d'assurance de 2009 auxquels sont intégrées les provisions nécessaires, sur les résultats techniques de 2010 et 2011.

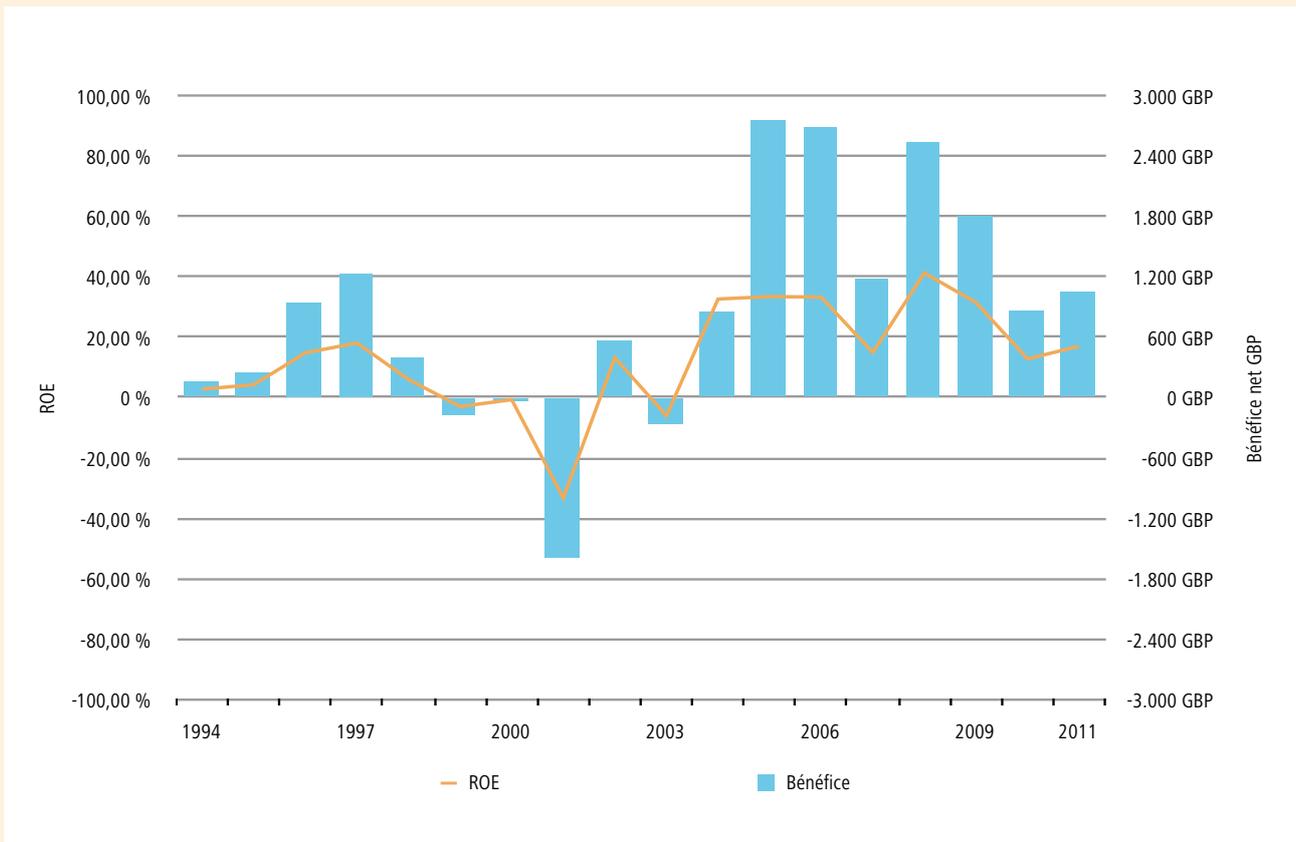
L'année 2009 fut l'une des plus calmes en matière d'ouragans ; elle a cependant été affectée par l'inflation du coût des sinistres dans le secteur de l'assurance automobile au Royaume-Uni.

D'après les estimations les plus récentes, les résultats d'assurance s'avèrent légèrement négatifs, pour 2010 et raisonnablement positifs pour l'année suivante.

Le premier semestre de 2011, a été influencé significativement par le tremblement de terre / tsunami de Fukushima au Japon et par d'autres catastrophes naturelles en Australie et aux États-Unis. Cette période a constitué le pire premier semestre jamais vu sur le marché des Lloyd's. Il n'y a par contre pas eu d'ouragan majeur au cours du second semestre, ce qui a permis d'amortir le choc sur l'ensemble de l'année. Lorsque des pertes de cette importance sont enregistrées, le marché réagit généralement en durcissant les taux. C'est bien ce qui est en train de se produire actuellement.

Dans un avenir prévisible, les résultats d'Athanor seront influencés négativement par le faible niveau des taux d'intérêt mais positivement par le renchérissement des primes perçues.

Athnor Ltd. Rendement moyen sur capitaux propres (ROE) de 13% sur 18 ans.



4.

Évènements postérieurs à la fin de la période de reporting et perspectives

Les marchés financiers ont connu un rebond depuis le début de l'exercice 2012, entraîné par une politique accommodante de la part de la Banque Centrale Européenne, de nouvelles économiques favorables émanant des États-Unis et des accords négociés avec la Grèce concernant la restructuration de sa dette. Il s'agit d'éléments positifs dans un environnement général qui apparaît toujours fragile, particulièrement en Europe.

5.

Déclaration de l'administrateur-délégué

Au nom et pour le compte de Brederode, j'atteste par la présente qu'à ma connaissance :

- a). les états financiers, établis conformément aux normes comptables applicables, donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et des résultats de Brederode et des entreprises comprises dans la consolidation ;
- b). le rapport de gestion contient un exposé fidèle sur l'évolution des affaires, les résultats et la situation de Brederode et des entreprises comprises dans la consolidation, ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquels elles sont confrontées.

Waterloo, le 6 mars 2012

Pour le Conseil d'administration

Luigi SANTAMBROGIO
Administrateur-Délégué

6.

Cotation des titres brederode

Instruments financiers

Deux instruments financiers Brederode sont traités sur le marché NYSE Euronext Bruxelles :

29.703.240 strips VVPR

30.029.254 actions

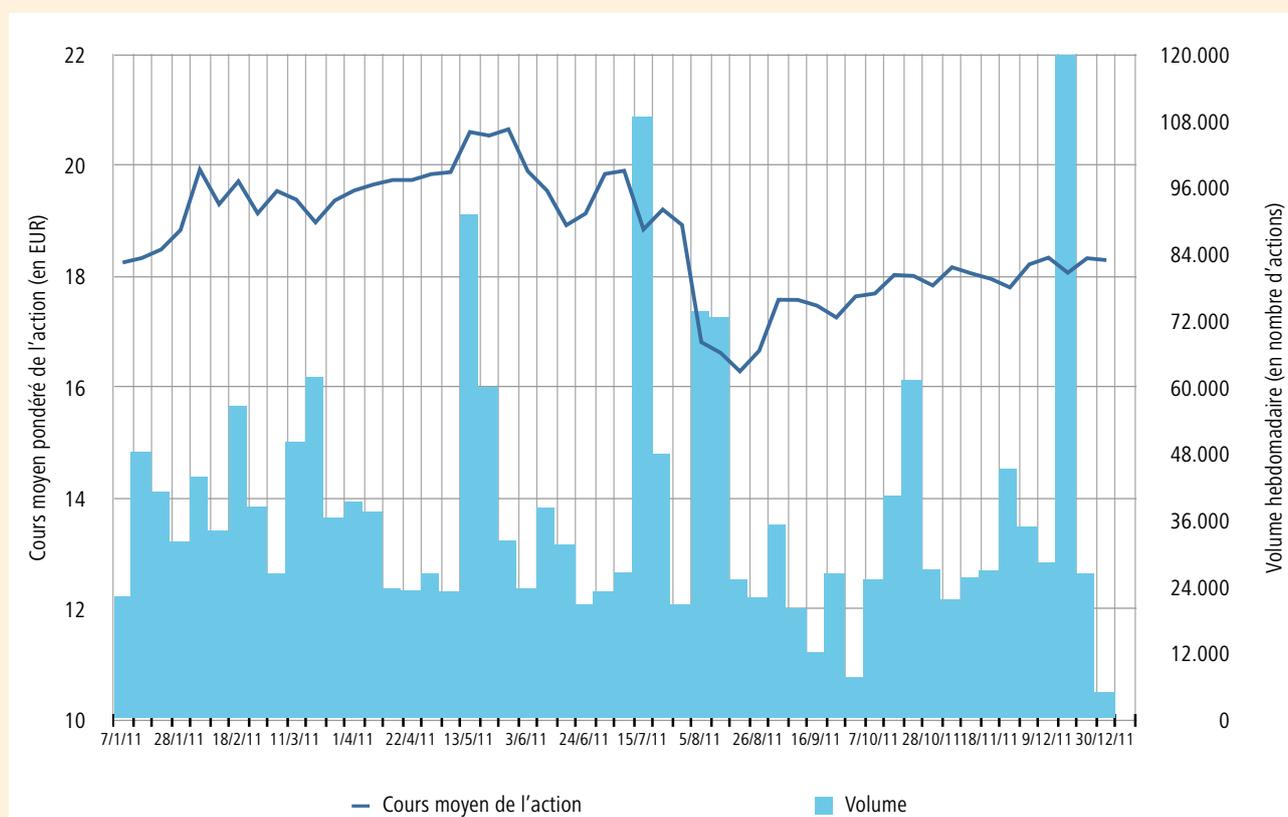
Les 30.029.254 actions émises jouissent toutes des mêmes droits.

Le « strip » VVPR (Verlaagde Voorheffing/Précompte Réduit) matérialise le droit de celui qui le détient de ne pas se voir retenir un précompte mobilier de 25 % sur les dividendes attribués aux actions auxquelles ce « strip » se rapporte, mais de bénéficier à certaines conditions d'un précompte mobilier réduit à 21 %. Les nouvelles modalités d'application en vue de bénéficier de ce précompte réduit n'étaient pas encore définies par le législateur au moment de l'impression du présent rapport annuel.

Capitalisation boursière

Fin 2011, la capitalisation boursière de Brederode s'élevait à € 547 millions.

Evolution du cours de bourse et de la liquidité de l'action Brederode sur NYSE Euronext Bruxelles



7.

Chaire Brederode

« Développement de l'esprit d'entreprise »

Depuis 2002, la Chaire Brederode s'illustre au travers de ses contributions scientifiques, de ses activités de service à la collectivité et de son enseignement.

Au cours de l'année écoulée, plusieurs mémoires rédigés par des étudiants soutenus par la Chaire ont été mis à l'honneur. En présence du Prince Philippe et des représentants du consortium BIR&D réunissant le top 10 des plus grandes entreprises belges, les jeunes diplômés Jean-Baptiste de Harenne, Ferdinand Terlinden et Gilles Hector se sont vus décerner le prix BIR&D du meilleur mémoire. Trois autres groupes de mémorants CPME ont remporté des prix dans la cadre de la finale de la Start Academy.

Par ailleurs, le programme CPME a été classé parmi les 10 premières meilleures formations en entrepreneuriat dans le monde par EDUNIVERSAL aux côtés d'universités prestigieuses comme Cornell, MIT ou Cambridge. Enfin, au cours de l'année 2011, de nombreux anciens étudiants CPME ont créé des entreprises dans des domaines aussi divers que l'agro-alimentaire, l'e-commerce, la micro-électronique, la consultance, les médias, la culture ou les services.

En 2011, le professeur Frank Janssen, titulaire de la Chaire, a publié chez De Boeck un ouvrage intitulé « La croissance de l'entreprise: une obligation pour les PME? ». Il a effectué plusieurs séjours de recherche et d'enseignement dans des universités étrangères (Appalachian State University (USA), Clemson University (USA), ENSAIA Nancy (France), Université de Hanoi (Vietnam)). La Chaire a participé à la mission économique emmenée par le Prince Philippe de Belgique en Chine. Le professeur Janssen est devenu membre d'honneur de l'Associação Nacional de Estudos em Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas (association brésilienne des chercheurs en PME et entrepreneuriat) et membre l'Observatoire Permanent de l'Esprit d'Entreprendre de la Région Wallonne.

Monsieur Olivier Giacomini, assistant de la Chaire, a brillamment soutenu une thèse de doctorat intitulée « Necessity and/or Opportunity Entrepreneurship: Which Impact on the Firm's Creation? ».

La Chaire a permis de poursuivre le développement de recherches dans le domaine de la croissance des entreprises, de la gouvernance au sein des PME, de la pédagogie entrepreneuriale, des intentions entrepreneuriales, de l'entrepreneuriat social et des rapports entre réglementation et entrepreneuriat. Ces recherches ont fait l'objet de présentations à des conférences internationales et ont été publiées dans des revues scientifiques internationales (dont Entrepreneurship Theory & Practice, la meilleure revue dans ce domaine), ainsi que dans des revues professionnelles. En mai 2011, la Chaire a organisé à Louvain-la-Neuve la seconde conférence belge en entrepreneuriat (Second Belgian Entrepreneurship Research Day) et co-organisé une journée d'étude internationale sur le changement entrepreneurial à Louvain-la-Neuve en septembre 2011.

En 2011, la Chaire a poursuivi ses activités de sensibilisation à l'esprit d'entreprendre, notamment au travers du lancement, en collaboration avec l'ULg et l'ULB, de la formation « From Research to Business » principalement destinée aux chercheurs. Elle contribue finalement à la diffusion internationale du savoir-faire de l'UCL au travers de sa participation à des projets de transfert de connaissances vers des institutions africaines, asiatiques et d'Europe de l'Est.

Une description plus complète des activités de la Chaire Brederode peut être trouvée sur le site www.uclouvain.be/chaire-brederode.

8.

États financiers consolidés au 31 décembre

8.1. État du résultat global au 31 décembre

(en 000 €)	31 déc. 2011	31 déc. 2010
Dividendes et intérêts perçus (1)	25.212	25.956
Variation de la juste valeur des actifs financiers (2)	45.741	79.005
- Titres cotés	-17.249	-8.824
- Private Equity	62.990	87.828
Résultat de change (3)	0	-490
Autres produits et charges de la gestion du portefeuille (4)	-7.519	-8.072
Résultat de la gestion de portefeuille	63.435	96.399
Autres produits et charges opérationnels (5)	6.066	-676
Résultat opérationnel	69.501	95.723
Produits (charges) financier(s) net(te)s (6)	2.475	-4
Variation des impôts différés	-184	418
Impôts sur le résultat net (7)	-2.404	-813
Résultat de la période	69.388	95.325
Autres éléments du résultat global:	61	100
- variation des réserves de réévaluation	0	0
- variation des écarts de conversion	61	100
Résultat global de la période	69.449	95.425
Résultat de la période attribuable:		
- aux propriétaires de la société mère	69.384	95.318
- aux intérêts minoritaires	4	7
Résultat global de la période attribuable:		
- aux propriétaires de la société mère	69.445	95.418
- aux intérêts minoritaires	4	7

8.2. État de la situation financière au 31 décembre

(en 000 €)	31 déc. 2011	31 déc. 2010
ACTIFS NON COURANTS	942.035	911.140
Immobilisations corporelles (8)	910	793
Immeuble de placement (9)	3.316	3.884
Actifs financiers	936.645	905.779
- titres cotés	424.624	441.855
- Private Equity	512.021	463.925
Autres actifs non courants	1.165	684
ACTIFS COURANTS	23.438	22.538
Créances à court terme (10-11)	16.397	14.580
Actifs financiers courants (12)	412	427
Trésorerie et équivalents de trésorerie (13)	6.595	5.570
Autres actifs courants	35	1.960
TOTAL ACTIF	965.473	933.678
CAPITAUX PROPRES TOTAUX	946.807	906.479
Capitaux propres attribuables aux propriétaires de la société mère	946.759	906.416
Capital social (14)	320.397	320.397
Prime d'émission	63.287	63.287
Réserves de consolidation (15)	563.075	522.732
Intérêts minoritaires	49	64
PASSIFS NON COURANTS	1.731	902
Provisions (16)	795	150
Impôts différés	936	752
PASSIFS COURANTS	16.934	26.297
Emprunts à court terme (17)	12.230	21.000
Dettes fiscales exigibles	1.423	1.047
Autres passifs courants (18)	3.281	4.250
TOTAL PASSIF	965.473	933.678

8.3. État des flux de trésorerie

(en 000 €)	31 décembre 2011	31 décembre 2010
Opérations d'exploitation		
Bénéfice de l'exercice avant impôt (part du groupe)	71.491	95.764
Charge d'impôts de l'exercice	-2.107	-447
Bénéfice net de l'exercice (part du groupe)	69.384	95.318
Bénéfice net de l'exercice (part des tiers)	4	7
Amortissements sur immobilisations incorporelles et corporelles	68	69
Perte de valeur sur Immeuble de placement	568	181
Plus/moins-values sur immobilisations corporelles	-22	-23
Variation des impôts différés	-296	-366
Variation nette des provisions	645	-64
Autres variations (écarts de conversion + autres passifs financiers courants)	61	-128
Variation de la juste valeur	-45.741	-79.005
Marge brute d'autofinancement	24.670	15.989
Variation du besoin en fonds de roulement	-503	-5.175
Flux de trésorerie provenant des opérations d'exploitation	24.168	10.815
Opérations d'investissement		
Acquisition d'immobilisations corporelles	-184	-82
Acquisition d'actifs financiers	-98.530	-105.266
Total des investissements	-98.714	-105.348
Cession d'immobilisations corporelles et incorporelles	22	35
Cession d'actifs financiers	113.405	106.871
Total des désinvestissements	113.428	106.906
Variation des autres actifs financiers	15	251
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement	14.729	1.809
Opérations de financement		
Paiement de la soulte liée à la fusion Auximines	0	-7.999
Dividende payé aux actionnaires	-17.263	-17.122
Acquisition d'actions propres	-11.839	-1.104
Variation nette des dettes financières à un an au plus	-8.770	12.396
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement	-37.872	-13.830
Variation nette de la trésorerie et des équivalents de trésorerie	1.025	-1.206
Trésorerie et équivalents de trésorerie au 1er janvier	5.570	6.776
Trésorerie et équivalents de trésorerie au 31 décembre	6.595	5.570

8.4. État des variations des capitaux propres

(en 000 €)	Capital	Prime d'émission	Réserves de réévaluation	Actions propres	Réserves de consolidation	Ecarts de conversion	Intérêts minorit.	Total
Solde au 1er janvier 2010	216.730	62.527	579	-51.976	614.524	-154	57	842.287
- dividende 2009 payé					-17.122			-17.122
- résultat de l'exercice					95.318		7	95.325
- variation des autres éléments du résultat global						100		100
- annulation actions propres				51.976	-51.976			
- acquisitions d'actions propres				-1.104				-1.104
- fusion Aux. et paiement soulte	103.667	760			-117.433			-13.006
Solde au 31 décembre 2010	320.397	63.287	579	-1.104	523.311	-54	64	906.479
Solde au 1er janvier 2011	320.397	63.287	579	-1.104	523.311	-54	64	906.479
- dividende 2010 payé					-17.263			-17.263
- résultat de l'exercice					69.384		4	69.388
- variation des autres éléments du résultat global						61		61
- autres							-19	-19
- annulation actions propres				11.809	-11.809			
- acquisitions d'actions propres				-11.839				-11.839
Solde au 31 décembre 2011	320.397	63.287	579	-1.134	563.623	8	49	946.808

8.5. Notes

(1) Dividendes et intérêts perçus

(en 000 €)	2011	2010
Dividendes bruts	22.726	23.326
portefeuille titres cotés	17.347	19.744
portefeuille Private Equity	5.379	3.582
Intérêts	2.486	2.630
Total	25.212	25.956

(2) Variation de la juste valeur des actifs financiers

(en 000 €)	2011	2010
Au début de la période	905.779	828.380
portefeuille titres cotés	441.855	465.223
portefeuille Private Equity	463.925	363.156
Achats	98.530	105.266
portefeuille titres cotés	6.529	12.332
portefeuille Private Equity	92.001	92.933
Ventes	-113.405	-106.871
portefeuille titres cotés	-6.511	-26.878
portefeuille Private Equity	-106.894	-79.994
Variation de la juste valeur	45.741	79.005
portefeuille titres cotés	-17.249	-8.824
portefeuille Private Equity	62.990	87.828

A la fin de la période	936.645	905.779
portefeuille titres cotés	424.624	441.855
portefeuille Private Equity	512.021	463.925

(3) Résultat de change

(en 000 €)	2011	2010
Réalisé		-490
sur contrats de change USD	-	82
Sur contrats de change GBP	-	-572
Autres résultats		
Total		-490

(4) Autres produits et charges du portefeuille

(en 000 €)	2011	2010
Frais de banque	-37	-64
Prime d'options	42	258
Honoraires de gestion du portefeuille Private Equity»	-7.441	-8.193
Frais d'achat/vente de titres	-44	-34
Droits de garde	-38	-38
Total	-7.519	-8.072

(5) Autres résultats opérationnels

(en 000 €)	2011	2010
A. Produits	14.206	3.618
Résultat d'assurance Lloyds	3.308	1.450
Plus-values sur immobilisations corporelles	22	23
Loyers perçus	252	189
Reprises aux provisions	-	57
Résultat de change (hors instruments couverture)	461	845
Produits financiers	165	29
Autres produits ^(*)	9.999	1.025
B. Charges	-8.140	-4.294
Emoluments des administrateurs	-839	-860
Frais de personnel	-289	-282
Honoraires ^(*)	-3.812	-652
Amortissements	-67	-68
Frais de paiement du dividende	-23	-37
Résultat d'assurance Lloyds	-1.464	-194
Autres charges financières	55	-216
Résultat de change (hors instruments couverture)	-399	-1.139
Impairment sur actifs tangibles	-568	-168
Autres charges	-732	-679
Total	6.067	-676

^(*) Liés à la récupération en cours de notre créance sur la République Démocratique du Congo (actif éventuel)

Effectifs moyens	6	6
------------------	---	---

Les employés du groupe bénéficient d'une assurance-groupe à cotisations définies dont les primes sont réparties entre l'employeur et l'employé.

(6) Produits (Charges) financiers net(te)s

(en 000 €)	2011	2010
Intérêts perçus	3.164	169
sur placements à court terme	1.300	169
intérêts moratoires	1.865	
Intérêts payés	-690	-173
sur emprunts bancaires à court terme		
sur billets de trésorerie	-690	-173
Produits (Charges) d'intérêts net(te)s	2.475	-4

(7) Impôts

(en 000 €)	2011	2010
Base d'imposition		
Résultat avant impôts	71.980	95.719
Résultats exonérés d'impôts	-45.741	-79.005
Résultat imposable	26.239	16.715
Impôts sur le résultat		
Impôts courants relatifs à l'exercice en cours	2.637	2.827
Impôts courants relatifs aux exercices antérieurs	-234	-2.014
Charges d'impôts effectives	2.404	813
Taux d'imposition effectif	3,34%	0,85%
Impôts différés passifs		
au début de la période	752	1.118
pris en résultat de l'exercice	184	-366
à la fin de la période	936	752

Les résultats exonérés d'impôts sont les variations de juste valeur. Les dividendes ne sont pas considérés comme exonérés car ils subissent un prélèvement à la source qui n'est récupérable qu'à des degrés divers.

Les impôts différés proviennent essentiellement des différences temporaires sur les immobilisations corporelles. Il n'y a pas d'impôt différé actif calculé sur les reports fiscaux.

(8) Immobilisations corporelles

(en 000 €)	Mobilier et matériel roulant	Autres immobilisations corporelles	Total
Valeur d'acquisition			
au terme de l'exercice précédent	483	301	784
achats	185		185
cessions	-45	-4	-49
à la fin de l'exercice	623	297	920
Plus-value			
au terme de l'exercice précédent		579	579
actés			
à la fin de l'exercice		579	579
Amortissements			
au terme de l'exercice précédent	-305	-266	-570
actés	-68		-68
annulés	45	4	49
à la fin de l'exercice	-328	-261	-589
Valeur comptable nette au terme de l'exercice	295	614	910

(9) Immeuble de placement

(en 000 €)	2011	2010
Estimation à la juste valeur au début de l'exercice	3.884	4.066
Entrées (sorties) résultant de dépenses ultérieures		-14
Ajustement de la juste valeur	-568	-168
Estimation de la juste valeur à la fin de l'exercice	3.316	3.884
Produits locatifs	252	252
Charges opérationnelles directes	32	79

Il s'agit d'un immeuble à usage de bureaux sis à Waterloo, drève Richelle, 161, développant 2.396 m², occupé partiellement par le groupe et dont les surfaces restantes sont louées à des tiers.

La juste valeur est déterminée par l'application d'un taux de rendement au volume des revenus locatifs de l'immeuble. Ce taux de rendement repose sur des avis donnés par des acteurs professionnels du marché immobilier ayant une expérience récente quant à la situation géographique et la catégorie d'immeubles concernés. Un rapport d'évaluation a été établi par un tiers suite auquel un ajustement de la juste valeur a été comptabilisé.

(10) Créances à court terme

(en 000 €)	2011	2010
fonds appelés par les syndicats des Lloyds		152
résultats techniques d'assurance à recevoir (Lloyds)		869
impôts à récupérer	14.308	12.624
créances sur ventes en cours	60	931
autres créances	2.028	4
Total	16.397	14.580

(11) Impôts à récupérer

(en 000 €)	2011	2010
précompte à récupérer	5.415	3.717
impôts contestés	8.893	8.907
Total	14.308	12.624

Litiges fiscaux

L'administration a contesté pour les exercices d'imposition 2004 et 2005 (bilans au 31 décembre 2003 et au 31 décembre 2004), l'exonération des plus-values réalisées sur nos investissements en Private Equity, via des Partnerships américains et sur certains investissements dans les sociétés immobilières américaines. L'administration considérait en outre que les dividendes versés par ces sociétés américaines ne pouvaient bénéficier de la déduction au titre de revenus définitivement taxés.

Pour l'exercice d'imposition 2004, un supplément d'impôt de (000 €) 8.893 a été enrôlé le 15 décembre 2006. Pour l'exercice d'imposition 2005, un supplément d'impôt de (000 €) 4.199 a été enrôlé le 17 décembre 2007. Ces deux suppléments d'impôt ont fait, d'une part, l'objet de réclamations introduites auprès de la Direction régionale de Bruxelles et, d'autre part et en parallèle, d'une demande de recours à la procédure amiable prévue par la convention préventive de la double imposition conclue entre la Belgique et les États-Unis.

Dès janvier 2009 et dans le cadre de la procédure amiable prévue par la convention belgo-américaine, l'Administration centrale a admis le bien fondé de nos arguments concernant les investissements via les Partnerships américains. Les investissements dans les sociétés immobilières américaines faisaient et font toujours l'objet d'un examen complémentaire au sein des Services centraux de l'Administration.

En septembre 2009, la Direction régionale de Bruxelles a par conséquent d'ores et déjà ordonné le dégrèvement de l'impôt enrôlé à charge de Brederode au titre de l'exercice d'imposition 2005, soit (000 €) 4.082 majoré de (000 €) 500 d'intérêts moratoires. En effet, il n'était question, pour cet exercice, que de plus-values sur nos investissements via les Partnerships américains pour lesquelles le litige était résolu.

Pour l'exercice d'imposition 2004 et en l'absence de décision directoriale, nous avons décidé de porter le litige devant le Tribunal de 1^{ère} instance de Namur. Par un jugement du 26 janvier 2011, suivi, après réouverture des débats, par un jugement du 27 avril 2011, le Tribunal a ordonné le dégrèvement du supplément d'impôt enrôlé à charge de Brederode en ce qu'il concernait les investissements via les Partnerships américains (qui n'était plus litigieux); il a en revanche rejeté la thèse de Brederode concernant le régime fiscal de certains de nos investissements dans les sociétés immobilières américaines.

Après consultation de nos avocats, nous avons décidé d'interjeter appel de ce jugement et l'affaire est actuellement pendante devant la Cour d'appel de Liège.

Le 10 octobre 2011, la Direction régionale de Bruxelles a cependant décidé de dégrever partiellement la cotisation enrôlée à charge de Brederode au titre de l'exercice d'imposition 2004, à concurrence de la partie qui n'est plus en litige (i.e. les investissements via les Partnerships américains). En tenant compte de l'imputation sur cet exercice d'anciens excédents de RDT, récupérés à la suite de l'arrêt Cobelfret, Brederode a ainsi obtenu le remboursement d'une somme de (000 €) 5.293 en principal. Si, devant la Cour d'appel de Liège, Brederode devait également obtenir gain de cause sur la question des investissements dans les sociétés immobilières américaines, le solde de la cotisation litigieuse devrait alors être dégrévée.

(12) Actifs financiers courants

(en 000 €)	2011	2010
Fonds d'État «OLO»	412	427
Total	412	427

Les obligations « olo » sont détenues par Greenhill et servent de garanties dans le cadre d'éventuels appels en réparation relatifs aux dégâts miniers des anciens sites charbonniers. En vertu de la législation actuelle en matière de prescription, il est toutefois très improbable que le recours à cette garantie puisse encore être mis en œuvre.

(13) Trésorerie et équivalents de trésorerie

(en 000 €)	2011	2010
dépôts	5.510	4.424
autres	1.084	1.146
Total	6.595	5.570

(14) Capital

A. Capital émis

Au 31 décembre 2011, le capital social entièrement libéré s'élève à EUR 320.396.778. Il est représenté par 30.029.254 actions sans désignation de valeur nominale. Toutes les actions, représentant le capital social, ont les mêmes droits.

(en nombre d'actions)	2011	2010
Actions représentatives du capital		
- nominatives	16.821.356	16.692.288
- au porteur	1.165.521	1.719.982
- dématérialisées	12.042.377	12.241.699
Total	30.029.254	30.653.969

B. Capital autorisé

Capital autorisé : 216.730.144,16 €

voir page 11, section 3.3.3.

C. Actions propres

(en nombre d'actions)	2011	2010
Actions propres au 1er janvier	62.576	1.700.858
- fusion Auximines (*)		16.181.060
- élimination (*)	-624.715	-17.881.918
- rachats	625.018	62.576
Total	62.879	62.576

voir page 11, section 3.3.3.

(15) Réserves de consolidation

(en 000 €)	Réserves de réévaluation	Réserves consolidées	Actions propres	Ecart de conversion	Total
Au 1er janvier 2010	579	614.524	-51.976	-154	562.973
- dividende 2009 payé		-17.122			-17.122
- résultat de l'exercice		95.318			95.318
- variation des autres éléments du résultat global				100	100
- annulation actions propres		-51.976	51.976		
- acquisitions d'actions propres			-1.104		-1.104
- fusion Auximines et paiement de la soulte		-117.433			-117.433
Au 31 décembre 2010	579	523.311	-1.104	-54	522.732
- dividende 2010 payé		-17.263			-17.263
- résultat de l'exercice		69.384			69.384
- variation des autres éléments du résultat global				61	61
- annulation actions propres		-11.809	11.809		
- acquisitions d'actions propres			-11.839		-11.839
Au 31 décembre 2011	579	563.623	-1.134	8	563.075

(16) Provisions

(en 000 €)	2011	2010
Assurances Lloyd's	795	150

Les provisions dans le cadre des sinistres Lloyds sont constituées en fonction des estimations reçues sur l'évolution des sinistres en cours.

(17) Emprunts à court terme

Dettes financières à court terme

(en 000 €)	2011	2010
emprunts bancaires	12.230	21.000
Total	12.230	21.000

Brederode bénéficie d'un programme de billets de trésorerie sans garantie pour un montant maximum de € 200 millions inutilisé.

A fin 2011, le groupe bénéficiait de lignes de crédit confirmées d'un montant global de € 70 millions.

(18) Autres passifs courants

(en 000 €)	2011	2010
autres dettes	1.166	790
dettes sociales	33	27
comptes de régularisation	115	435
dettes commerciales	15	171
dividendes et intérêts des exercices précédents	1.950	1.837
dette résultant de la vente d'actifs financiers		728
dépôts de fonds reçus	1	262
Total	3.281	4.250

Relations avec les entreprises liées

(en 000 €)	2011	2010
Dépôts de fonds reçu en provenance de Holdicam S.A.	0	229

(19) Droits et engagements hors bilan

(en 000 €)	2011	2010
Lignes de crédit confirmées	70.000	100.000
(utilisation)	-12.230	-21.000
Engagements d'acquisition et de cession		
- portefeuille Private Equity	299.759	260.939
Garanties réelles		
fonds d'État (OLO) en garantie de réparation de dégâts miniers	412	427
garanties pour comptes de filiales		
vente d'Artilat n.v.	5.074	5.074
(Garanties fiscale et environnementale avec échéance finale en décembre 2012)		
Garantie réelle à l'appui de lignes de crédit accordées aux filiales	0	50.000

(20) Actifs éventuels

Protocole d'accord avec la République Démocratique du Congo portant sur l'indemnisation définitive des anciennes créances du groupe relatives aux anciens actifs africains nationalisés dans les années 1970.

Montant net restant à recevoir au cours des 5 prochaines années : € (000) 10.038 contre € (000) 16.293 en 2010.

(21) Rémunération des Administrateurs

Le détail des rémunérations allouées aux Administrateurs est repris dans la déclaration de gouvernement d'entreprise.

(22) Dividendes

(en 000 €)	2011	2010
Montant distribué au cours de l'exercice	17.263	17.122
Montant proposé à titre de dividende pour l'exercice		
en cours et à distribuer pendant l'exercice qui suit	17.380	17.437

Le dividende proposé est soumis à l'approbation des actionnaires lors de l'assemblée générale ordinaire et n'est pas repris en dette conformément aux dispositions des normes IFRS.

(23) Bénéfice par action

	2011	2010
Nombre d'actions du 31 décembre	30.029.254	30.653.969
Détenues par la société	-62.879	-62.576
Avec droit au dividende	29.966.375	30.591.393
Nombre moyen pondéré d'actions en circulation	30.235.701	30.591.393
Résultat/par action (en €)	2,29	3,12

(24) Filiales

Liste des sociétés consolidées par intégration globale au 31 décembre 2011 :

Noms	Adresses	N° d'entreprise	Effectif employé moyen
Athantor Ltd	Tower Bridge House – St Katharine's Way – GB London E1W 1DD	2.810.668	
Brederode S.A.	Drève Richelle, 161 – B 1410 Waterloo	0405 963 509	2
Brederode International Sàrl	Boulevard Joseph II, 32 – L 1840 Luxembourg	20.042.402.339	3
Geyser S.A.	Boulevard Joseph II, 32 – L 1840 Luxembourg	20.042.205.622	1
Greenhill S.A.	Drève Richelle, 161 – B 1410 Waterloo	0435 367 870	

Les pourcentages de détention et de contrôle de toutes les filiales est de 100 % sauf pour Geyser où il est de 99,99%.

Cette liste est inchangée par rapport à celle de l'exercice précédent.

(25) Vérification des états financiers

Les honoraires liés à la fonction de commissaire sont repris ci-dessous (art. 134 du Code des sociétés).

(en 000 €)	2011	2010
Mission révisoriale	104	90
dont Brederode s.a.	36	39
Autres missions d'attestation		16
Missions de conseils fiscaux	2	9
Autres missions extérieures à la mission révisoriale		2
Total	106	118

8.6. Principes et méthodes comptables

La période comptable couverte est de 12 mois et porte sur les comptes au 31 décembre 2011 arrêtés par le Conseil d'Administration en sa réunion du 6 mars 2012.

Principes généraux et normes comptables

Les comptes consolidés sont établis conformément aux normes comptables internationales (International Financial Reporting Standards), telles que publiées et adoptées par l'Union Européenne, en vigueur au 31 décembre 2011.

Changements de méthodes comptables

Les méthodes comptables adoptées sont cohérentes avec celles des années précédentes.

Les nouvelles interprétations ou les interprétations révisées pendant l'année n'ont pas d'effet significatif sur les performances financières ou la position du groupe.

Normes et Interprétations applicable pour la période annuelle ouverte à compter du 1er janvier 2011

- Améliorations aux IFRS (2009-2010) (normalement applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2011)
- Amendements à IFRS 1 Première adoption des IFRS – Exemptions liées à IFRS 7 (normalement applicable prospectivement pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er juillet 2010)
- Amendements à IAS 24 Informations relative aux parties liées (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2011). Cette norme remplace IAS 24 Informations relative aux parties liées publié en 2003.
- Amendements à IAS 32 Instruments financiers : Présentation – Classement des émissions de droits (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er février 2010)

- IFRIC 19 Extinction de passifs financiers avec des instruments de capitaux propres (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er juillet 2010)
- Amendements à IFRIC 14 IAS 19 – Le plafonnement d'un actif au titre des prestations définies, les obligations de financement minimum et leur interaction – Avances d'une obligation de financement minimum (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2011)

Normes et interprétations émises, mais pas encore applicable pour la période annuelle ouverte à compter du 1er janvier 2011

- IFRS 9 Instruments financiers (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2013)
- IFRS 10 États financiers consolidés (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2013)
- IFRS 11 Partenariats (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2013)
- IFRS 12 Informations à fournir sur les participations dans d'autres entités (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2013)
- IFRS 13 Evaluation de la juste valeur (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2013)
- Amendements à IFRS 1 Première adoption des IFRS – Forte hyperinflation et élimination des dates fixes pour les premiers adoptants (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er juillet 2011)
- Amendements à IFRS 7 Instruments financiers : informations à fournir – Décomptabilisation (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er juillet 2011)
- Amendements à IAS 1 Présentation des états financiers – Présentation des autres éléments du résultat global (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er juillet 2012)
- Amendements à IAS 12 Impôts sur le résultat – Impôt différé: Recouvrement de la valeur comptable d'un actif (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2012)
- Amendements à IAS 19 Avantages du personnel (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2013)
- Amendements à IAS 27 États financiers individuels (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2013)
- Amendements à IAS 28 Participations dans des entreprises associées et coentreprises (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2013)
- IFRIC 20 Frais de découverte engagés pendant la phase d'exploitation d'une mine à ciel ouvert (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2013)

Le groupe n'a pas anticipé l'application des nouvelles normes et interprétations qui ont été émises avant la date d'autorisation de publication des états financiers consolidés mais dont la date d'entrée en vigueur est postérieure au 31 décembre 2011.

Les normes, amendements et interprétations entrés en vigueur à partir du 1er janvier 2011 n'ont pas eu d'impact sur les états financiers consolidés résumés.

Méthodes et périmètre de consolidation

Les comptes consolidés, établis avant répartition bénéficiaire, comprennent ceux de Brederode ainsi que ceux de ses filiales, c'est-à-dire les sociétés dans lesquelles Brederode exerce directement ou indirectement un contrôle exclusif. Ces sociétés sont consolidées suivant la méthode de l'intégration globale.

Conversion des opérations et des comptes libellés en monnaies étrangères

Les états financiers consolidés sont établis en euros, monnaie de fonctionnement de Brederode.

1. Opérations en monnaies étrangères

Les opérations libellées en monnaies étrangères sont comptabilisées sur la base du cours de change au moment de l'opération. A la fin de la période de reporting, les actifs et passifs monétaires ainsi que les actifs non monétaires mais évalués à la juste valeur sont comptabilisés au cours de clôture. Les écarts de conversion qui en résultent sont comptabilisés en résultat.

2. Conversion des comptes en monnaies étrangères

Pour la consolidation, les comptes de résultats exprimés en monnaies étrangères sont convertis au cours moyen de l'exercice. Hormis les éléments des capitaux propres, les éléments des bilans exprimés en monnaies étrangères sont convertis au cours de clôture. Les écarts de conversion qui en résultent sont comptabilisés dans les capitaux propres.

Estimations comptables

Pour l'établissement des comptes consolidés, la direction se base sur des estimations et des hypothèses qui impactent les montants présentés.

Ces estimations et hypothèses sont évaluées continuellement et basées sur l'expérience historique et les informations externes disponibles.

Les principales rubriques concernées par ces estimations et hypothèses sont :

- portefeuille Private Equity ;
- impôts à récupérer ;
- immeuble de placement ;
- provisions.

Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles sont comptabilisées au coût d'acquisition ou de production, diminué de l'amortissement cumulé et des dépréciations éventuelles.

Les amortissements sont calculés de façon linéaire en fonction de la durée d'utilisation estimée des différentes catégories d'immobilisations :

- Constructions
- Mobilier de bureau
- Matériel de transport
- Matériel informatique

Immeubles de placements

L'immeuble qui abrite le siège social du groupe est en grande partie loué à des tiers. Une valorisation est réalisée sur base du niveau des loyers obtenus et d'un taux de rendement généralement appliqué pour des biens immobiliers de même nature, superficie et localisation.

Cet immeuble est estimé à la juste valeur par le compte de résultat.

Actifs financiers non courants

Tous les actifs financiers non courants, cotés ou non, sont comptabilisés comme « actif financier à la juste valeur par le biais du compte de résultat ». La valeur initiale correspond à la valeur nette d'acquisition et fait l'objet d'une réévaluation à la juste valeur à chaque arrêté de comptes sur base du cours de bourse à la clôture pour les participations cotées et sur base des dernières évaluations fournies par les gestionnaires pour les participations non cotées. Dans ce dernier cas, les évaluations sont basées sur les techniques de valorisation recommandées par les associations internationales actives dans

le créneau du Private Equity. Les fluctuations de la juste valeur de ces participations, entre deux arrêtés de comptes, sont comptabilisées par le compte de résultat.

Cette méthode a été choisie car elle correspond à la stratégie de gestion des risques de la société.

Portefeuille coté

La valorisation du portefeuille coté est réalisée au cours de bourse de clôture du dernier jour de cotation de l'année.

Portefeuille Private Equity

La seconde catégorie d'actifs financiers non courants est constituée par les investissements dans des entreprises non cotées, qualifiées de Private Equity.

La valorisation du portefeuille Private Equity se base sur les dernières informations financières reçues des « General Partners ». Il s'agit des rapports trimestriels au 30 septembre précédent, corrigés par la prise en compte des investissements et désinvestissements réalisés au cours du quatrième trimestre.

Cette valorisation peut encore être ajustée de manière à refléter tous les changements de circonstances entre la date de la dernière valorisation formelle fournie par le « General Partner » et la clôture des comptes.

Créances

Les prêts et créances octroyés par le groupe sont évalués à leur coût diminué de toute réduction de valeur pour dépréciation ou non-recouvrabilité.

Actifs financiers courants

Obligations d'État

Il s'agit d'obligations linéaires émises par l'État belge et qui servent de garantie des derniers engagements d'une filiale en matière de dégâts miniers.

Ils sont initialement comptabilisés à leur coût, font ensuite l'objet de réévaluations à la juste valeur à chaque arrêté de comptes. Les fluctuations, entre deux arrêtés de comptes, de la juste valeur de ces instruments financiers sont comptabilisées en résultat.

Instruments dérivés

Les instruments dérivés sont évalués à leur juste valeur à chaque arrêté de comptes. La fluctuation de la juste valeur entre deux arrêtés de comptes est enregistrée en résultat. L'évolution des cours peut entraîner une valorisation des instruments dérivés conduisant à l'enregistrement d'un actif ou d'un passif financier courant.

Actifs financiers, courants et non courants

Les achats et ventes d'actifs et passifs financiers courants et non courants sont comptabilisés à la date de règlement.

Actifs non financiers

Les valeurs comptables des actifs non financiers du groupe, autres que les impôts, sont réexaminées à chaque clôture de période afin de déterminer si elles ont diminué. Si tel semble être le cas, on estime le montant recouvrable de l'actif, qui est le montant le plus élevé entre la valeur de réalisation nette de l'actif et sa valeur d'utilité, correspondant à la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs attendus.

Une réduction de valeur d'actifs non financiers précédemment comptabilisée est extournée si les estimations effectuées pour déterminer le montant recouvrable de cet actif ont été modifiées. La valeur comptable de l'actif, après extourne de la

réduction de valeur antérieurement actée ne pourra cependant pas être supérieure à la valeur nette comptable qui aurait été déterminée si aucune réduction de valeur n'avait été constatée au cours des exercices précédents.

Toute réduction de valeur d'un goodwill éventuel ne peut être extournée.

Impôts courants et différés

Les impôts courants désignent les impôts à payer sur le bénéfice imposable de l'exercice, calculés selon les taux d'imposition qui ont été adoptés ou quasi adoptés à la fin de la période de reporting, ainsi que les ajustements relatifs aux exercices antérieurs.

Les impôts différés sont calculés selon la méthode du report variable appliquée aux différences temporelles entre la valeur comptable des actifs et des passifs inscrits au bilan et leur base fiscale.

Le calcul des d'éventuels impôts différés sur les réserves des filiales est conditionné par la probabilité que la différence temporelle s'inversera dans un avenir prévisible

Trésorerie et équivalents de trésorerie

La trésorerie comprend les dépôts à vue.

Les équivalents de trésorerie regroupent les dépôts bancaires et les placements à terme fixe dont l'échéance, à partir de la date d'acquisition, est égale ou inférieure à trois mois ; ceux dont l'échéance est supérieure à trois mois font partie des titres de placement.

Actions propres

En cas de rachat (ou cession) d'actions propres, le montant versé (ou obtenu) est porté en diminution (ou augmentation) des capitaux propres. Les mouvements sur ces titres sont justifiés dans le tableau de variation des capitaux propres. Aucun résultat n'est enregistré sur ces mouvements.

Répartition bénéficiaire

Les dividendes versés par Brederode à ses actionnaires sont repris en déduction des capitaux propres à concurrence de leur montant brut, c'est-à-dire avant retenue à la source. Les états financiers sont établis avant répartition bénéficiaire.

Provisions

Des provisions sont comptabilisées à la clôture lorsqu'une société du groupe a une obligation (légale ou implicite) faisant suite à un événement passé, lorsqu'il est probable qu'un décaissement sera nécessaire pour faire face à cette obligation, et si le montant de l'obligation peut être déterminé de manière fiable.

Le montant enregistré en provisions correspond à l'estimation la plus précise de la dépense nécessaire pour éteindre l'obligation existante à la fin de la période de reporting.

Dettes financières à long terme

Les dettes à long terme se composent d'emprunts bancaires et d'obligations. Elles sont comptabilisées à leur coût.

Dettes financières à court terme

Billets de trésorerie

Le groupe dispose de plusieurs programmes de billets de trésorerie qui lui permettent d'accéder à des conditions de financement plus attractives que les emprunts bancaires. Les billets de trésorerie ont typiquement une échéance de 1 à 3 mois et le volume d'émission dépend des besoins de trésorerie, de l'appétit du marché pour ce type d'instrument et des conditions offertes par les contreparties.

Avances à terme

Le groupe dispose également de plusieurs lignes de crédit dans diverses institutions bancaires. Elles sont utilisables par des prélèvements à court terme n'excédant généralement pas 6 mois. Le taux d'intérêt est fixé lors de chaque prélèvement. Les intérêts sont payables à l'échéance.

Les dettes financières à court terme sont comptabilisées à leur valeur nominale.

Intérêts

Les produits et charges d'intérêts comprennent les intérêts à payer sur les emprunts et les intérêts à recevoir sur les placements.

Les produits d'intérêts sont inscrits au compte de résultat prorata temporis, compte tenu du taux d'intérêt effectif du placement.

Dividendes

Les dividendes relatifs aux immobilisations financières sont comptabilisés le jour de leur distribution. Le montant de retenue à la source est comptabilisé en déduction des dividendes bruts.

Activités d'assurance dans les syndicats des Lloyd's

Le résultat de nos investissements dans les syndicats des Lloyd's est influencé par leurs méthodes comptables spécifiques qui impliquent de clôturer les comptes avec un décalage de trois ans, afin de permettre l'estimation la plus précise des montants d'indemnisations et par les contraintes de délais dans lesquels les comptes doivent être publiés.

Le résultat d'assurance de l'exercice (N) comprend donc :

- les revenus d'assurance définitifs générés par les opérations réalisées au cours de l'année N-2.
- au cas où les estimations pour les autres années (N-1 et N) font état d'une perte probable, le montant de celle-ci est enregistré sous forme de provision.

8.7. Politique en matière de risques et incertitudes

8.7.1. Risques de marché

a) Risque de change

Le risque de change est défini comme le risque que la valeur d'un instrument financier fluctue en raison des variations des cours de monnaies étrangères.

L'exposition au risque de change est directement liée aux montants investis dans des instruments financiers libellés dans des devises autres que l'euro et est influencée par la politique de couverture de change appliquée par le groupe.

La politique de couverture de change est guidée par une vision à moyen terme sur l'évolution des devises relativement à l'euro.

L'encours des opérations de change à terme fait en vue de réduire les risques de change est valorisé à la juste valeur de ces instruments de couverture, et se retrouve au bilan sous la rubrique « instruments dérivés » des actifs (passifs) financiers courants.

Au compte de résultat comme au bilan, l'effet des variations de la juste valeur des instruments de couverture se retrouve séparément des variations de la juste valeur des actifs financiers.

Évolution des cours de change au 31 décembre :

Cours au 31 décembre	2011	2010	Variation ^(*)
CHF/EUR	1,2156	1,2504	2,8%
USD/EUR	1,2939	1,3362	3,2%
GBP/EUR	0,8353	0,8607	3,0%
AUD/EUR	1,2723	1,3136	3,1%

(*) le signe de la variation reflète l'impact de l'évolution sur la contre-valeur des actifs libellés en devise

A la fin de la période de l'exercice, l'exposition aux devises hors euro se ventilait comme suit :

(en % des actifs totaux)	2011	2010	Variation
USD	33,9%	31,6%	2,2%
GBP	2,2%	2,6%	-0,4%
CHF	6,9%	7,7%	-0,8%
AUD	0,8%	0,5%	0,2%

Quant à l'encours des instruments de couverture (% du risque couru), il se présentait comme suit :

(en % de couverture)	2011	2010	Variation
USD	-	-	-
GBP	-	-	-
CHF	-	-	-
AUD	-	-	-

Analyse de sensibilité : impact sur le compte de résultat / capitaux propres d'une variation de 5% sur les différentes devises

(en 000 €)	2011	2010	Variation
USD	16.358	14.769	1.589
GBP	1.060	1.215	-155
CHF	3.322	3.574	-252
AUD	369	244	125

b) Risque sur taux d'intérêt

Au niveau des actifs financiers, le risque de variation de juste valeur directement lié au taux d'intérêt est non significatif étant donné que quasi tous les actifs sont des instruments de capitaux propres.

Au niveau des passifs financiers, le risque de juste valeur est limité par la courte durée des dettes financières.

c) Autres risques de prix

Le risque de prix est défini comme le risque que la valeur d'un instrument financier fluctue du fait des variations des prix du marché.

i. Portefeuille coté

Pour le portefeuille coté, le risque de fluctuation de prix lié aux variations du prix du marché est déterminé par la volatilité des prix sur les places boursières dans lesquelles le groupe est actif (Amsterdam, Bruxelles, Paris, Francfort, Londres, Madrid, Milan et Zurich).

La politique du groupe est de maintenir une diversification sur ces marchés qui disposent d'une grande liquidité et attestent d'une volatilité généralement inférieure à celle des marchés dits émergents. Le risque de prix lié aux actifs cotés est également réduit grâce à la diversification du portefeuille, tant géographique que sectorielle.

L'évolution de la répartition du portefeuille-titres cotés par devise et par marché est incluse dans le rapport de gestion du présent document.

ii. Portefeuille Private Equity

Pour le portefeuille non coté, les études statistiques et les théories sur la volatilité qui les caractérisent divergent quant à savoir si elle est supérieure ou non à la volatilité des marchés cotés.

Dans les transactions d'achat et de vente, les prix pratiqués sont clairement influencés par les multiples du type EV/EBITDA constatés sur les marchés d'actions cotées. Ces similitudes dans les bases de valorisation expliquent en grande partie une corrélation significative entre les fluctuations de prix de ces deux marchés.

L'expérience récente de la crise financière qui a débuté en 2008 a confirmé la plus grande stabilité des valorisations du portefeuille Private Equity en comparaison avec celles du portefeuille titres cotés.

Le risque de prix lié au portefeuille non coté est également amoindri par son degré particulièrement élevé de diversification. Un premier niveau de diversification s'opère à travers le grand nombre de General Partners auxquels Brederode s'est associé. Un deuxième niveau de diversification se situe au niveau de chaque Partnership qui répartira normalement ses investissements entre quinze et vingt projets distincts.

A fin 2011, nos investissements non cotés étaient répartis entre 121 associations gérées par 44 General Partners (contre respectivement 113 et 44 à fin 2010).

Les dix principaux gestionnaires représentent 54 % (contre 54% en 2010) de la somme des investissements et des montants non appelés.

L'évolution de la répartition géographique du portefeuille-titres non cotés est incluse dans le rapport de gestion ci-avant.

iii. Options sur titres

Le risque de prix se reflète directement dans les niveaux de prix affichés par les marchés d'options sur titres. Une volatilité accrue sur les marchés d'actions se traduira par des primes d'option plus importantes.

Le risque de prix sur ce type d'opération est suivi au jour le jour et est limité par la politique du groupe de n'émettre d'options du type « call » (engagement de vendre à un prix et à une échéance déterminée) que sur des titres qu'elle détient en portefeuille.

iv. Analyse de sensibilité des autres risques de prix

a. Portefeuille coté

La valeur du portefeuille est fonction de l'évolution des cours de bourse, par définition difficilement prévisible. La crise financière et économique qui sévit depuis plus de deux ans a amplifié la volatilité des marchés dans lesquels le groupe opère.

b. Portefeuille Private Equity

La valeur de ce portefeuille peut également être influencée par les variations des valorisations constatées sur les marchés cotés. Cette influence est cependant tempérée par les facteurs suivants :

- l'objectif de création de valeur y est à plus long terme,
- le gestionnaire est en mesure de prendre des décisions plus rapides et plus efficaces pour redresser une situation en voie de détérioration,

- l'intérêt des gestionnaires est, selon nous, mieux aligné en Private Equity sur celui des investisseurs.

Il paraît aléatoire de vouloir quantifier l'influence de ces données.

A titre d'indication toutefois, une variation de 5% de la valorisation du portefeuille entraînerait une modification de € 25,6 millions de sa juste valeur (contre € 23,2 millions en 2010).

8.7.2. Risque de crédit

Il se définit comme le risque de voir une contrepartie à un instrument financier manquer à ses obligations et amener de ce fait l'autre partie à subir une perte financière.

En tant qu'investisseur en actions cotées, le risque de crédit essentiel réside dans la capacité de nos intermédiaires à assurer la bonne fin de nos opérations d'achat ou de vente. Ce risque est en principe éliminé par le système de règlement « livraison contre paiement ».

Pour les options sur titres, il appartient au groupe Brederode de démontrer sa qualité comme débiteur éventuel, lui permettant d'opérer comme émetteur dans un marché « Over The Counter » réservé aux institutionnels dont la compétence et la solvabilité sont reconnues. En tant qu'émetteur d'option sur titres, le risque crédit sur ce type d'opération est pris par nos contreparties.

Les dépôts en banque constituent en fait le principal risque de crédit couru par notre groupe. Nous nous efforçons en permanence de vérifier la qualité de nos banquiers.

Exposition maximale au risque de crédit :

(en 000 €)	2011	2010	Variation
Dépôts et compte courant en banque	6.595	5.570	1.025
Créances	2.089	1.956	132
Octroi de garanties financières (pledge)	412	427	-15
Total	9.095	7.954	1.142

8.7.3. Risque de liquidité

Le risque de liquidité ou de financement est défini comme le risque qu'une entité éprouve des difficultés à réunir des fonds pour honorer des engagements liés à des instruments financiers.

Une caractéristique de l'investissement en Private Equity est que l'investisseur n'a pas le contrôle de la liquidité des investissements. C'est le Gestionnaire qui décide seul d'un investissement ou de sa cession. Il existe un marché secondaire pour les participations dans des fonds de Private Equity mais il est étroit et le processus de vente peut s'avérer relativement long et coûteux.

L'évolution des engagements non appelés du groupe vis-à-vis des fonds de Private Equity est suivie attentivement de manière à permettre une gestion optimale des mouvements de trésorerie.

Le portefeuille-titres cotés étant constitué de positions minoritaires d'une grande liquidité, il permet d'absorber, le cas échéant, les mouvements importants de trésorerie générés par le portefeuille non coté.

Le groupe a la possibilité de recourir à l'émission de billets de trésorerie qui offrent des conditions particulièrement attractives. La demande pour ce type d'instruments financiers pouvant se trouver réduite momentanément, le groupe peut toujours compter sur ses lignes de crédit confirmées.

Le groupe maintient une bonne répartition du recours à ces lignes afin de limiter son risque de liquidité. Parmi ces lignes de crédit, certaines sont confirmées et permettent d'assurer une source de financement garantie en cas de crise de liquidité sur le marché. Le groupe veille enfin à conserver un niveau d'endettement financier inférieur aux lignes de crédit confirmées.

Analyse des échéances contractuelles résiduelles des passifs financiers

(en 000 €)	2011	2010	Variation
de 0 à 3 mois	12.230	21.000	-8.770
de 4 à 12 mois			
1 à 5 ans			
Total	12.230	21.000	-8.770

8.7.4. Risque de flux de trésorerie sur taux d'intérêt

Il s'agit du risque que les flux de trésorerie futurs d'instruments financiers fluctuent en raison des variations des taux d'intérêt du marché. Ce risque ne concerne pas notre groupe.

9.

Rapport du commissaire

Rapport du commissaire
à l'assemblée générale des actionnaires de la société Brederode
sur les comptes consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2011

Conformément aux dispositions légales et statutaires, nous vous faisons rapport dans le cadre de notre mandat de commissaire. Ce rapport inclut notre opinion sur les états financiers consolidés ainsi que la mention complémentaire requise.

Attestation sans réserve des états financiers consolidés

Nous avons procédé au contrôle des états financiers consolidés de Brederode SA et de ses filiales (le « Groupe ») pour l'exercice clos le 31 décembre 2011, établis conformément aux normes internationales d'information financière (IFRS), telles qu'adoptées dans l'Union européenne, et aux dispositions légales et réglementaires applicables aux sociétés cotées en Belgique. Ces états financiers consolidés comprennent l'état consolidé de la situation financière au 31 décembre 2011, les états consolidés du résultat global, des flux de trésorerie et des variations des capitaux propres pour l'exercice clos à cette date, ainsi que les annexes reprenant le résumé des principales règles d'évaluation et d'autres notes explicatives. Le total de l'état consolidé de la situation financière s'élève à KEUR 965.473 et le bénéfice consolidé de l'exercice, part du Groupe, s'élève à KEUR 69.388.

L'établissement des états financiers consolidés relève de la responsabilité du conseil d'administration. Cette responsabilité comprend : la conception, la mise en place et le suivi d'un contrôle interne relatif à l'établissement et la présentation sincère des états financiers consolidés ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs, le choix et l'application de règles d'évaluation appropriées, ainsi que la détermination d'estimations comptables raisonnables au regard des circonstances.

Notre responsabilité est d'exprimer une opinion sur ces états financiers consolidés sur la base de notre contrôle. Nous avons effectué notre contrôle conformément aux dispositions légales et selon les normes de révision applicables en Belgique, telles qu'édictees par l'Institut des Réviseurs d'Entreprises. Ces normes de révision requièrent que notre contrôle soit organisé et exécuté de manière à obtenir une assurance raisonnable que les états financiers consolidés ne comportent pas d'anomalies significatives.

Conformément aux normes de révision précitées, nous avons mis en œuvre des procédures de contrôle en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournis dans les états financiers consolidés. Le choix de ces procédures relève de notre jugement, de même que l'évaluation du risque que les états financiers consolidés contiennent des anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs. Dans le cadre de cette évaluation de risque, nous avons tenu compte du contrôle interne en vigueur au sein du Groupe visant à l'établissement et à la présentation sincère des états financiers consolidés afin de définir les procédures de contrôle appropriées dans les circonstances, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne du Groupe. Nous avons également évalué le bien-fondé des règles d'évaluation et de consolidation et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par le Groupe, ainsi que la présentation des états financiers consolidés dans leur ensemble. Enfin, nous avons obtenu du conseil

d'administration et des préposés du Groupe les explications et informations requises pour notre contrôle. Nous estimons que les éléments probants recueillis fournissent une base raisonnable à l'expression de notre opinion.

A notre avis, les états financiers consolidés clos le 31 décembre 2011 donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière du Groupe au 31 décembre 2011, ainsi que de ses résultats et de ses flux de trésorerie pour l'exercice clos à cette date, conformément aux normes internationales d'information financière (IFRS), telles qu'adoptées dans l'Union européenne, et aux dispositions légales et réglementaires applicables aux sociétés cotées en Belgique.

Mention complémentaire

L'établissement et le contenu du rapport de gestion sur les états financiers consolidés relèvent de la responsabilité du conseil d'administration.

Notre responsabilité est d'inclure dans notre rapport la mention complémentaire suivante qui n'est pas de nature à modifier la portée de l'attestation des états financiers consolidés:

le rapport de gestion traite des informations requises par la loi et concorde avec les états financiers consolidés. Toutefois, nous ne sommes pas en mesure de nous prononcer sur la description des principaux risques et incertitudes auxquels le Groupe est confronté, ainsi que de sa situation, de son évolution prévisible ou de l'influence notable de certains faits sur son développement futur.

Nous pouvons néanmoins confirmer que les renseignements fournis ne présentent pas d'incohérences manifestes avec les informations dont nous avons connaissance dans le cadre de notre mandat.

Bruxelles, le 27 mars 2012

Mazars Reviseurs d'Entreprises

Commissaire
représentée par

X. Doyen

10. Comptes statutaires

En vertu de l'article 105 du Code des sociétés, les comptes annuels repris ci-après sont une version abrégée des comptes statutaires.

Le Commissaire a certifié les comptes annuels sans réserve.

La version intégrale de ces comptes sera déposée à la Banque Nationale de Belgique et est également disponible sur le site de la société ainsi qu'à son siège social.

BILAN

(en 000 €)	Au 31 décembre 2011	Au 31 décembre 2010
ACTIFS IMMOBILISES	464.875	481.426
IMMOBILISATIONS CORPORELLES	2.716	2.990
Terrains et constructions	1.845	2.108
Mobilier et matériel roulant	76	82
Autres immobilisations corporelles	796	800
IMMOBILISATIONS FINANCIERES	462.159	478.435
Entreprises liées		
Participations	411.834	411.834
Actions et parts	50.324	66.601
ACTIFS CIRCULANTS	16.342	12.611
CREANCES A UN AN AU PLUS	12.610	10.812
Autres créances	12.610	10.812
PLACEMENTS DE TRESORERIE	3.334	1.104
Actions propres	1.134	1.104
Autres placements	2.200	0
VALEURS DISPONIBLES	388	687
COMPTES DE REGULARISATION	9	8
TOTAL DE L'ACTIF	481.216	494.037

(en 000 €)	Au 31 décembre 2011	Au 31 décembre 2010
CAPITAUX PROPRES	442.567	471.674
CAPITAL	320.397	320.397
Capital souscrit	320.397	320.397
PRIMES D'EMISSION	63.287	63.287
PLUS-VALUES DE REEVALUATION	532	532
RESERVES	29.307	69.577
Réserve légale	23.973	23.973
Pour actions propres	1.134	1.104
Réserves immunisées	4.200	4.200
Réserves disponibles		40.300
BENEFICE REPORTE	29.044	17.881
(en 000 EUR)	Au 31 décembre 2011	Au 31 décembre 2010
DETTES	38.649	22.364
DETTES A UN AN AU PLUS	38.610	22.361
Dettes financières	1.800	
Dettes commerciales	2	168
Dettes fiscales, salariales et sociales	1.073	1.067
Autres dettes	35.735	21.125
COMPTES DE REGULARISATION	39	3
TOTAL DU PASSIF	481.216	494.037

COMPTES DE RÉSULTAT

(en 000 €)	Au 31 décembre 2011	Au 31 décembre 2010
CHARGES		
Charges des dettes	175	27
Autres charges financières	20	265
Services et biens divers	3.921	901
Rémunérations, charges sociales et pensions	159	153
Charges diverses courantes	17	19
Amortissements et réductions de valeur sur frais d'établissements, immobilisations incorporelles et corporelles	290	292
Réductions de valeur	9.066	10.308
sur immobilisations financières	9.066	7.280
sur actifs circulants		3.028
Moins-values sur réalisations	918	0
d'immobilisations financières	918	0
TOTAL DES CHARGES :	14.567	11.964
Produits des immobilisations financières	1.922	1.798
Dividendes	1.922	1.798
Produits des actifs circulants	2.552	99
Autres produits courants	257	194
Reprises de réductions de valeur	5	4.498
sur immobilisations financières	5	4.498
Plus-values sur réalisations	111	3.485
d'immobilisations incorporelles et corporelles	9	20
d'immobilisations financières	102	3.466
d'actifs circulants	0	-
Produits exceptionnels	9.624	1.012
Régularisations d'impôts	5	-
Perte de l'exercice	92	880
TOTAL DES PRODUITS :	14.567	11.964
BENEFICE (PERTE) DE L'EXERCICE A AFFECTER	-92	-880

AFFECTATIONS ET PRELEVEMENTS

(en 000 €)	Au 31 décembre 2011	Au 31 décembre 2010
Bénéfice à affecter	17.963	255.156
Perte de l'exercice à affecter	-92	-880
Bénéfice reporté de l'exercice précédent	18.055	256.035
Prélèvements sur les capitaux propres	40.300	25.000
Sur les réserves	40.300	25.000
Affectation aux capitaux propres	-11.839	-244.838
Aux autres réserves	-11.839	-244.838
Résultat à reporter	-29.044	-17.881
Bénéfice à reporter	29.044	17.881
Bénéfice à distribuer	-17.380	-17.437
Rémunération du capital	17.380	17.437

EXTRAITS DE L'ANNEXE

ÉTAT DU CAPITAL

	Montants (en €)	Nombre d'actions
CAPITAL SOCIAL		
Capital souscrit :		
- au terme de l'exercice précédent	320.396.778	n.a.
- Mutations de l'exercice		
- AGE 7/12/2011 : Annulation des actions propres		-624.715
- au terme de l'exercice	320.396.778	n.a.
Représentation du capital		
Catégories d'actions		
- actions (dont 29.703.240 strips VVPR)		30.029.254
Actions nominatives ou au porteur		
- nominatives		16.821.356
- dématérialisées		12.042.377
- au porteur		1.165.521
ACTIONS PROPRES détenues par		
- la société elle-même		62.879

Règles d'évaluation

Immobilisations corporelles

L'amortissement est linéaire, aux taux suivants :

- construction: 5,0 %
- mobilier et matériel roulant: 20,0 %
- matériel informatique et bureautique: 33,3 %

Immobilisations financières

Les frais accessoires relatifs à l'acquisition de titres sont pris en charge par le compte de résultat de l'exercice au cours duquel ils ont été exposés.

Les participations et actions font l'objet de réductions de valeur en cas de moins-value ou de dépréciation durable justifiée par la situation, la rentabilité ou les perspectives de la société dans laquelle la participation ou les actions sont détenues.

A cette fin, les titres cotés en bourse sont évalués au cours de bourse et le Private Equity conformément à l'estimation des gestionnaires spécialisés, selon les normes internationales.

Par contre, Brederode a pour principe de ne pas pratiquer de réévaluation de ses participations dans les comptes statutaires non consolidés.

Provisions pour risques et charges

Des provisions sont constituées pour rencontrer les risques de pertes ou de charges découlant d'engagements relatifs à l'acquisition ou à la cession d'actions (options sur actions), de positions et marchés à terme en devises et de garanties techniques attachées aux prestations déjà effectuées en matière d'assurance.

11.

Calendrier financier

Déclaration intermédiaire	4 mai 2012
Assemblée générale ordinaire 2012	9 mai 2012 à 14h30
Mise en paiement du coupon n° 72	13 juin 2012
Publication des résultats semestriels 2012	31 août 2012
Déclaration intermédiaire	26 octobre 2012
Publication des résultats annuels 2012	11 mars 2013
Assemblée générale ordinaire 2013	8 mai 2013 à 14h30

Le rapport annuel en français constitue le texte original.

Il existe une traduction néerlandaise et anglaise du présent rapport.

En cas de divergence d'interprétation entre les différentes versions, le texte français fera foi.

Siège social: Drève Richelle 161-Bte 1
1410 Waterloo - Belgique
Tél.: +32 2 352 00 90 / Fax +32 2 352 00 99
e-mail: info@brederode.eu
Web site: www.brederode.eu
Numéro d'entreprise: 0405.963.509
TVA: non-assujetti