

# LA LETTRE

## de la Financière MJ

N°20 / 4<sup>ème</sup> trimestre 2007.

### HUMEUR

**« C'est en forgeant que l'on devient forgeron ! »**

#### **Family Office !**

Un terme que l'on voit fleurir allègrement sur nombre de plaques d'intervenants, conseillers en gestion de patrimoine, notaires, banques, sociétés de gestion,.... Ce sera bientôt comme les « psys », il faudra avant tout vérifier la qualité réelle de l'intéressé (mais selon quels critères ?) avant de recourir à ses services ! Et pour cause : les pratiques sont nombreuses, les définitions loin d'être homogènes, et nombre d'intervenants usent et abusent de l'appellation, histoire d'attirer le chaland. Il est vrai que le terme positionne d'emblée sur le haut de gamme, véhicule une image de luxe et d'exclusivité, fait parler de lui par médias interposés (beaucoup d'encre a été consacrée au sujet ces dernières années, alimentant le fantasme de la grande fortune, du service sur mesure.....). Bref, il est temps que le marché se structure sur un tel sujet, faute de quoi le législateur s'en saisira inévitablement un jour où l'autre (il semblerait que l'AMF ait eu des velléités en ce sens, finalement abandonnées...), histoire de mettre de l'ordre dans des pratiques par trop incompréhensibles pour le client final, en particulier à l'ère de la MIF qui vise à protéger l'investisseur privé. Mieux vaut prévenir donc.

Une expérience intéressante vécue récemment montre que nous sommes encore loin du compte : le client privé fortuné souhaitant recourir aux services d'un Family Office, doit déjà faire montre de qualités de quasi détective pour parvenir à identifier quelques noms d'acteurs sérieux, au milieu desquels d'ailleurs se seront forcément glissés des interlocuteurs nettement moins adaptés.

Face à un tel constat, nous avons décidé que la meilleure défense demeurerait systématiquement l'attaque, et pour ce faire, outre le projet ENFO (European Network for multi Family Offices) présenté dans ces colonnes en juillet qui aboutira, entre autres, à une définition de bonnes pratiques, nous participons, au sein de l'AFFO (Association Française du Family Office) à des groupes de travail visant à répondre à ce besoin : réflexion sur la

déductibilité fiscale des honoraires de conseil pour les clients privés, définition d'une charte Family Office. Ces commissions (un concept en vogue depuis quelques mois en France !) devraient permettre d'avancer sur les sujets évoqués plus haut, au bénéfice avant tout de clients qui pourront ainsi accéder à une information objective et de qualité, mais aussi des acteurs qui ont fait le choix d'une éthique et d'une déontologie dont les finesses échappent parfois au client mais qui constituent le fondement du professionnalisme. Nous avons déjà dans ces colonnes évoqué la question primordiale de la rémunération, qui ne saurait supporter le mélange des genres, entre commissions, rétrocessions, et, dans le meilleur des cas, un peu d'honoraires, encore allègrement pratiqué par nombre d'intervenants... omettant au passage la transparence.

Financière MJ se veut une référence et un moteur sur des sujets qui permettront, à terme, de faire la différence entre le bon grain et l'ivraie !

Mais ce métier devant s'inventer tous les jours, tout en répondant à l'impératif de viabilité économique, ce n'est que par avancées successives que se profilent, année après année, quelques règles qui, demain, s'imposeront comme une évidence.

Il est également important que soit acceptée par les clients concernés, la nécessité de rémunérer le conseil au juste prix, faute de quoi, ils se tireront une balle dans le pied !

## IDEES

### LECTURE : Ethique et Finance

Par P. de Beaulaincourt – Natixis.

Qui peut encore croire que la banque et l'éthique n'ont rien à faire l'une avec l'autre ?

Comment ne pas s'indigner qu'une fois de plus les risques cachés (LTCM, Subprime et ceux qui suivront...) de la course aux profits polluent le système bancaire et affectent la croissance en alimentant la méfiance.

Serions-nous devenus, depuis l'éclatement des bulles successives, «les idiots du grand village» planétaire, comme le dit H. Védrine dans son rapport sur la mondialisation ?

Bon nombre d'observateurs affirment - non sans cynisme - que nous connaissons d'autres éclatements de bulles parce que la croissance des marchés financiers est inexorable dans sa disproportion. Aujourd'hui, les actifs financiers pèsent 3 fois le PIB (de l'économie réelle) de la Planète, contre 2.2 fois 15 ans auparavant. Nous sommes condamnés à subir, d'une bulle à l'autre, les errements d'un système prosterné devant la «déesse du shareholder value» (valeur pour l'actionnaire) au point de perdre de vue l'essentiel : les projets de développement pour créer des richesses et de l'emploi. A l'heure de la mondialisation, le grand mythe destructeur est bien celui des 15% de rentabilité ou la dictature du ROE (return on equity). Il ne s'agit pas d'un propos idéologique mais simplement d'une mise en garde d'un économiste reconnu (Patrick Artus – Le capitalisme est en train de s'autodétruire – édition la Découverte), démontant et démontrant ce que l'actualité inspire.

A une époque où les taux d'intérêts sont bas, où les Emprunt d'Etat ne dépassent pas 4%, comment peut-on durablement exiger de tels rendements ? La réponse à cette question signifie simplement que le taux de sortie de 15% oblige à verser une prime de risque de 11%....bien supérieure aux niveaux habituels.

Artus rappelle quelques unes des méthodes employées pour atteindre ces résultats : ne pas distribuer les gains de productivité aux salariés, amélioration du coefficient d'exploitation (licenciement et délocalisation), rachat d'actions. Cette dernière solution est le comble de la production de profits n'entraînant aucun relais de croissance. La stérilité de ces comportements est vivement dénoncée dans le livre d'Artus, à un moment - rappelons le - où le monde «croule sous une montagne d'argent qui ne demande qu'à s'investir».

Ceux qui seraient encore aveuglés par les mérites (à court terme) de cette course insensée à la rentabilité, peuvent s'inspirer de l'exemple du Président de la Deutsche Bank. Ce dernier avait fait sensation en indiquant début 2005 qu'il promettait à ses actionnaires un ROE de 25%...objectif atteint quelques trimestres plus tard (moyennant, entre autres, 6 400 suppressions de postes), suivi d'une chute brutale en 2007, à laquelle il n'a pas survécu d'ailleurs !

### **IDEE... fausse !**

La France, victime de la fuite des cerveaux ?

Des propos que l'on entend régulièrement mais qui, à la lumière d'une étude réalisée par deux étudiants de l'Ecole des Mines de Paris ne semblent pas si évidents.

En effet, le taux de mobilité internationale en France est le plus faible d'Europe; La France est même gagnante puisqu'elle importe plus de cerveaux qu'elle n'en exporte. Seul les Etats-Unis font mieux avec un taux de fuite limité à 0,5% (4 % en France et plus de 10% dans le reste de l'Europe).

Au niveau de la population des étudiants, le constat est identique, bien que la mobilité soit plus forte qu'auparavant. L'étude précise que les étudiants sont en effet plus mobiles, notamment au profit de l'Amérique du Nord, qui semble une destination quasi obligatoire pour certaines filières, mais rares sont ceux qui s'installent définitivement dans leur nouveau pays.

### **FONDS SOUVERAINS : la mondialisation du souverainisme économique**

(Source Le Monde)

Juillet 2005: Dominique de Villepin prône le «patriotisme économique». De Londres à Bruxelles, notre premier ministre est montré du doigt et les condamnations sont unanimes.

Août 2007: Angela Merkel annonce un projet de loi pour «préserver les intérêts nationaux face à des investissements étrangers problématiques». Personne ne s'en offusque. Comment, en deux ans, les mentalités ont-elles pu évoluer si radicalement ?

Tout d'abord, la perception de la mondialisation a changé : globalisation a rimé avec libéralisation et privatisations. C'est fini ou presque...

Demain, par un étrange retournement de situation, globalisation rimera de plus en plus souvent avec nationalisations. A un important détail près : les entreprises ne seront plus la propriété de l'Etat dans lequel elles ont vu le jour, mais appartiendront aux nouveaux banquiers de la planète: la Chine, la Russie, la Norvège, les pays du Golfe notamment. En effet, grâce à l'augmentation du prix des matières premières ou à leurs excédents commerciaux, ces pays ont de l'argent. Beaucoup d'argent.

Ainsi, le fonds de pension du gouvernement norvégien, qui gère la bagatelle de 300 milliards de dollars, est présent au capital d'environ 90 sociétés françaises, mais il n'en détient quasiment jamais plus de 1%. Cela pourrait devenir une exception.

Le fonds d'investissement de Dubaï vient de prendre 9,5% de MGM Mirage, la société du milliardaire Kirk Kerkorian, qui possède le tiers des casinos et la moitié des chambres d'hôtels de Las Vegas. Le fonds du Qatar est, lui, prêt à déboursier 24 milliards de dollars pour acquérir la chaîne britannique de supermarchés Sainsbury. Ces fonds ne sont pas une nouveauté : l'émirat du Koweït a créé le sien en 1960. Temasek, le fonds de Singapour, a vu le jour en 1974. Mais leur montée en puissance et leur activisme naissant changent

la donne. Selon une récente étude de la banque Morgan Stanley, ces fonds publics (dits souverains) qui gèrent aujourd'hui environ 2 500 milliards de dollars - dont le tiers provient du seul fonds des Emirats Arabes Unis - pourraient, dès 2015, gérer 12 500 milliards de dollars !

Mais c'est surtout la Chine qui « inquiète ». Forte de ses gigantesques réserves de change (environ 1 200 milliards de dollars), Pékin a annoncé qu'un fonds public consacrerait environ 300 milliards à des investissements à l'étranger. Un record absolu dans les relations internationales. Avec 300 milliards par an, la Chine pourrait, par exemple, s'offrir en cinq ans l'ensemble des entreprises françaises qui composent le CAC40. Pékin a déjà fait sensation en juin en acquérant, pour 3 milliards de dollars, 10% du puissant fonds d'investissement américain Blackstone, actionnaire de nombreuses entreprises, notamment Deutsche Telekom. Du coup, l'Occident s'interroge. Au nom du libéralisme et de la liberté de circulation des capitaux, faut-il laisser des Etats étrangers faire leur marché et mettre la main sur les technologies occidentales ?

L'Allemagne n'est pas la seule à s'inquiéter. Les Etats-Unis, si heureux que les Chinois leur prêtent de l'argent, ne voient pas d'un bon œil leurs acquisitions. Après avoir bloqué le rachat du pétrolier Chevron par le chinois CNOOC et le rachat de cinq ports par le fonds de Dubaï, Washington a décidé, début 2007, de renforcer le rôle du comité chargé de contrôler les investissements étrangers dans les domaines sensibles (transport, télécommunications, énergie, santé).

Signe du changement : s'il semble déplorer l'initiative allemande, le commissaire européen au commerce envisage de créer une « golden share européenne ». Morgan Stanley juge que les tensions entre les pays émergents et les pays développés sur cette question pourraient « saper la mondialisation ». L'Occident va avoir fort à faire pour ne pas être accusé de protectionnisme. L'opacité des fonds souverains n'est pas plus grande que celle des hedge funds, voire de certains fonds d'investissement qui font la fortune de la City et de Wall Street. Et s'ils sont le bras armé de leur gouvernement, on ne jurerait pas que certains groupes américains ou européens ne jouent pas un rôle équivalent dans leurs pays respectifs. Sur ce dossier, l'Occident est donc bel et bien sur la défensive. Normal : pour la première fois, ce n'est plus lui qui tient les cordons de la bourse !

### **Or : le « grand » retour ?**

Paraphrasant Clémenceau, Warren Buffett a déclaré que la finance est une chose trop sérieuse pour la laisser aux gens brillamment intelligents... En d'autres termes, pour obtenir de bonnes performances dans la durée, il vaut peut être mieux disposer d'un solide bon sens que de faire appel aux services de Prix Nobel en puissance qui vous concoctent de merveilleuses petites mécaniques financières qui sont autant de bombes à retardement !

Et, de ce point de vue là, on peut ne pas aimer l'or (en tant qu'investissement) mais force est de constater que, dans un univers financier de plus en plus nébuleux et incertain, « la relique barbare », qui était tombée aux oubliettes depuis plus de 20 ans, fait assez bonne figure ! Certes, il n'a pas été épargné par certains dégagements spéculatifs au plus fort de la crise mais il fait partie de ces très rares actifs, toutes catégories confondues, qui valent aujourd'hui plus cher que le 1<sup>er</sup> août. Qui plus est, il progresse de près de 10% depuis le début de l'année. Très encourageant est également le fait que les encours des trackers sur l'or ont continué d'augmenter ces dernières semaines.

John Hathaway, certainement l'un des meilleurs gestionnaires au monde en la matière, vient de publier sur ce sujet une analyse qui nous paraît très pertinente : selon lui, les Etats-Unis vont être confrontés à la baisse simultanée des cours des actifs financiers et des prix de l'immobilier, situation qu'ils n'ont pas connue depuis les années 30. Dès lors, il pense que, prise à son propre piège, la Fed n'aura d'autre solution que d'ouvrir les vannes de la création monétaire, en d'autres termes créer de l'inflation pour progressivement diluer la charge de l'immense pyramide de dette alimentant le système depuis 10 ans. Dans de telles conditions, l'or ne manquerait évidemment pas de se valoriser très significativement.

Pour l'instant l'attitude des banques centrales ne donne pas franchement tort à M. Hathaway...et force est de constater que, même si nous n'avons jamais eu un grand enthousiasme pour cette classe d'actifs chez Financière MJ, elle semble devoir « reprendre du service » de façon pertinente, sur 2007 au moins !

## **NEWS**

### **AFFO**

*Association Française du Family Office*

L'association avait organisé un voyage d'étude à New York fin octobre, auquel participait François Mollat du Jourdin. Programme dense et riche, rencontres de nombreux acteurs, banquiers, consultants, family offices dédiés ou multi clients. Quelques grands constats s'imposent à l'issue de ces quelques jours :

Le marché américain est très éclaté, réunit des acteurs aux profils très divers, la définition du Family Office n'est guère plus avancée mais en revanche, l'activité se mesure de façon très pragmatique par rapport aux actifs sous gestion ou supervision..... pragmatisme d'un business model qui reconnaît clairement que seul l'asset management est aujourd'hui capable de rémunérer correctement les prestations à forte valeur ajoutée que requièrent les clients de family offices. En outre, il semble que le niveau moyen des fortunes, et ceci ne sera sans doute pas une surprise, est nettement supérieur à celui

des fortunes européennes, françaises en particulier. Enfin, la gamme de prestations développées par les acteurs, généralistes ou spécialistes, traduit une maturité et une profondeur du marché plus importante.

Par ailleurs se tenait, le 16 octobre dernier, la matinée thématique annuelle de l'association sur *les conséquences du nouvel environnement fiscal*. 7 praticiens intervenaient, qui ont mis en avant tous les bénéfices qu'offrent les nouvelles mesures juridiques et fiscales en matière de gestion de patrimoine. Globalement, l'unanimité se faisait pour constater que si les dernières mesures ont permis d'alléger la fiscalité du patrimoine, le choc de confiance nécessaire au retour des nombreux expatriés fiscaux n'a pas encore eu lieu (il faut dire que la simplicité n'est pas l'apanage des nouvelles mesures!), mais peut être cela a-t-il déjà commencé à freiner les départs ?

#### **CNCEF – CNCIF**

*Chambre Nationale des Conseils et Experts Financiers  
Chambre Nationale des Conseillers en Investissements Financiers*

#### **50ème anniversaire**

La CNCEF (« maison mère » de la CNCIF, dont François Mollat du Jourdin est administrateur) fêtait ses 50 ans le 10 septembre dernier à la Chambre de Commerce de Paris.

A l'occasion de cet anniversaire, un après midi de réflexion sur le thème « croissance de l'entreprise et diversification du patrimoine » avait lieu. Premier élément de réponse avec Pierre Kosciusko-Morizet, fondateur de Price Minister, qui confesse avoir « tout faux » puisque son patrimoine est exclusivement constitué de sa société. Celui-ci parle même de « croissance du patrimoine et diversification de l'entreprise » ! Propos corroborés par François Mollat qui précise « qu'il y a un temps pour tout » et que, pour un chef d'entreprise, le premier élément de diversification du patrimoine est bel et bien la diversification de l'entreprise elle-même.

Pour Charles Beigbeder, Président de Powéo, outre le fait de poursuivre le développement de son entreprise, il est également important d'investir dans d'autres « business » afin de diversifier son patrimoine professionnel. Ainsi il a apporté sa participation à une holding qui, ainsi dotée de fonds propres et alimentée en trésorerie par les dividendes, va pouvoir développer un portefeuille de participations.

<http://www.cncef.org>

#### **REVUE DE PRESSE**

#### **La Tribune – 14 Septembre 2007**

Interview de François Mollat du Jourdin, fondateur du Réseau de multi Family Offices Européen (ENFO – European Network for multi Family Offices), qui présente les objectifs et les moyens de ce projet qui vise en particulier à fédérer des praticiens de premier ordre sur leurs marchés respectifs afin de favoriser non seulement

l'accompagnement transfrontalier des clients mais aussi l'échange de connaissances et le développement de bonnes pratiques.

#### **L'Agefi – Actifs – 13 novembre 2007**

Family Offices et Private Equity, une classe d'actifs qui représenterait plus de 12% de l'allocation des FO en Europe, confirmant la montée en puissance d'investisseurs souvent entrepreneurs eux-mêmes et adhérant donc plus aisément à la logique de cette classe d'actifs.

#### **Conférences**

*Septembre 2007- Patrimoine et entreprise*, dans le cadre du 50<sup>e</sup> anniversaire de la CNCEF (voir ci-dessus), 2<sup>e</sup> Journée de la Gestion Privée (organisée par AM Group), composée, entre autre, d'une table ronde sur les nouveaux métiers de la gestion privée : deux interventions de François Mollat du Jourdin, qui ont été l'occasion de poursuivre le travail d'information, communication et positionnement du family office, tel qu'il est pratiqué chez Financière MJ !

*Décembre 2007 - Luxembourg* : «Managing family wealth across Europe : estate, tax, and financial planning» - François Mollat du Jourdin présentera la situation française à la lumière des récents aménagements de la loi TEPA.

#### **GOLFE**

#### **L'eldorado de la gestion de fortune**

Après la Chine, on savait que le Moyen Orient attirait les banques d'investissement. Mais c'était sans compter les banquiers privés... Selon le dernier rapport du Boston Consulting Group (BCG), sur la richesse dans le monde, les six Etats du Conseil de coopération du Golfe (Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, Arabie Saoudite, Emirats arabes unis) constituent un marché particulièrement attractif pour la gestion de fortune. Pour une raison simple : « Les ménages aisés (disposant de plus de 100 000 dollars d'actifs) y sont en moyenne beaucoup plus riches qu'ailleurs ». De fait, en 2006, les actifs détenus par un ménage « aisé » dans cette région avoisinaient en moyenne le million de dollars, contre moins de 400 000 dollars dans le reste du monde !

La concentration de ménages millionnaires y est aussi la plus élevée au monde, supérieure à celle enregistrée en Suisse par exemple. La richesse y est en outre très concentrée : dans les Emirats, plus de 95% de la richesse est détenue par les ménages dits « aisés », de quoi attirer un banquier, même si la croissance des actifs gérés dans la région est restée stable, à 8.3% par an entre 2001 et 2006, contre 15.1% pour l'Asie Pacifique.

L'accroissement de la richesse a été soutenu ces dernières années à la fois par le prix du pétrole et la volonté de diversification des revenus menée par certains dirigeants, notamment à Dubaï, avec des

investissements importants dans les infrastructures. Mais le plus gros marché de la région, tant par la richesse que par la population, reste néanmoins l'Arabie Saoudite.

Déjà très concurrentielle, la région du Golfe n'est pas forcément la plus ouverte pour les banquiers qui convoitent les fortunes locales. La concurrence y est rude : les grandes banques internationales y croisent des spécialistes de la gestion de fortune, mais aussi des banques régionales, ou encore des spécialistes de la finance islamique, en forte croissance. Ce segment ne représente pour l'instant qu'environ 15 à 20% du marché local de la banque de détail, mais cette part devrait atteindre au moins 25% dans la prochaine décennie, selon le BCG.

La finance islamique offre aujourd'hui une gamme de produits de plus en plus diversifiée et aussi performante qu'une offre conventionnelle. S'ajoutent à cette concurrence, la pression sur le recrutement, et les salaires : En effet, les chargés de clientèle ont vu leur salaire doubler en 2006 !

## MODE DE VIE

### **La péniche : le nouveau chic !**

A l'heure où les prix de l'immobilier flambent à Paris, certains ont décidé d'investir les eaux. L'habitat fluvial, plus qu'une solution logement, est un véritable mode de vie, mais qui a un prix.

En effet, la maison sur l'eau séduit de plus en plus les Parisiens aisés. Démonstration avec le dossier d'un hebdomadaire consacré au sujet. Les cadres sup investissent d'anciens bateaux de plaisance convertis en appartements. Depuis cinq ans, cette « nouvelle vague », principalement installée sur la Seine, a pris de l'ampleur. Elle a supplanté les précurseurs, artistes et marginaux, qui avaient trouvé là un refuge exotique et accessible. Résultat, les prix grimpent, « une péniche achetée 500.000 euros en 2002 peut facilement se revendre 750.000 ».

« Aujourd'hui, il faut compter entre 400 000 et 500 000€, pouvant monter jusqu'à 700 000 €, pour un bateau-logement bien aménagé », indique les agences fluviales. Une spéculation due en grande partie à la raréfaction des emplacements légaux !....

## PRATIQUE

### **« AGA », objet de tous les désirs ?**

Malgré l'opposition des organisations patronales, la réforme de la fiscalité des stock-options se profile à grand pas, qui devrait en alourdir la fiscalité et donc en amoindrir l'intérêt.

L'alternative qui paraît aujourd'hui davantage faire l'unanimité (cf. les positions de Mr Gallois chez EADS) passerait par une mesure jusqu'ici peut mise en avant

depuis son instauration il y a quelques années : les attributions gratuites d'actions, un complément de salaire peut être plus transparent que les stocks options. Les entreprises réfutent le mot gratuit et parlent d'actions de performance (ce qui est d'ailleurs la traduction littérale de l'expression employée en Grande-Bretagne). Les Anglo-Saxons appellent que « There is no free lunch ».

D'un point de vue fiscal, il faut respecter deux périodes, de deux ans chacune : l'une d'acquisition des droits, l'autre de conservation des titres. Une fois passé ce délai de 4 ans, les titres peuvent être cédés. Mais des droits de 41 % de la valeur d'acquisition doivent être acquittés. Puis est dû l'impôt sur les plus values, au taux normal de 27 % (prélèvements sociaux inclus), sur le différentiel entre prix d'acquisition et prix de vente. Sauf à ce que les titres aient été logés dans un plan d'épargne d'entreprise, ce qui permet une exonération, moyennant une immobilisation de 7 ans (sic !).

Par ailleurs, les « AGA » (attributions gratuites d'actions) sont dispensées de cotisations sociales, tant pour l'employeur que pour le salarié.

30 %, c'est la tranche d'imposition qu'atteignent de nombreux cadres (après 20% de charges sociales cependant).

1 - Dès lors, et tant qu'à payer le même tribut au fisc, les salariés ne préféreraient-ils pas voir leur rémunération mensuelle augmenter ?

2 - Et pour ceux qui avaient accès aux stock-options, dans l'hypothèse où des titres gratuits leur sont proposés à la place de ces stock-options, l'intérêt est-il évident ?

1 - Par rapport aux salaires, une économie est réalisée compte tenu de l'exonération de cotisations sociales. Cependant, la gratuité a un coût pour l'actionnaire. Dès lors qu'il est actionnaire de son entreprise et, à plus forte raison, s'il en est l'unique propriétaire, l'attribution de titres aboutit à diluer sa participation et son bénéfice par action. Pour accepter ce sacrifice, il faut bien qu'il y trouve un avantage par ailleurs : celui de ne pas augmenter les salaires ? par exemple....

Le salarié, de son côté, doit avoir conscience que la "rémunération" en actions gratuites ne lui fait pas gagner de points de retraite puisqu'elle ne donne pas lieu à cotisation. Raison de plus pour l'épargner dans le cadre d'un PEE.

Si ce mode de rémunération finit par se généraliser, il va créer deux types de salariat, selon que l'on travaille dans une société cotée ou non. Dans le premier cas, la mise en place d'AGA ne doit pas soulever de difficultés insurmontables. A l'inverse, dans le second, la question de la liquidité des titres se posera, de même que celle de leur valorisation. Sans parler du blocage psychologique de la part des dirigeants à l'idée d'entrouvrir leur capital. C'est pourquoi il est à prévoir que les AGA seront beaucoup plus rares dans les sociétés non cotées.

Pourtant, selon les spécialistes d'ingénierie sociale, cette rémunération, importée des pays anglo-saxons, s'inscrit dans une tendance lourde. Dans les nouvelles normes de comptabilité, les AGA sont d'ailleurs répertoriées au chapitre des rétributions. Preuve qu'il s'agit bien d'un élément constitutif du salaire global, au même titre que les bonus de fin d'année, les primes d'intéressement, la participation, l'accès à un PEE et à un Perco, voire les stock-options, les retraites sur complémentaires et les golden parachutes.

Les attributions gratuites vont donc forcément se développer. Mais pas uniformément. D'une entreprise à l'autre, pour la même fonction, le mode de rémunération ne sera pas du tout le même. C'est ce qui fait dire à un consultant que, bientôt, "la qualité de l'employeur sera plus importante que la fonction occupée".

2 - Par rapport aux stock-options, tout dépend du prix d'exercice. Les salariés qui ont accès aux options d'achat d'actions savent bien que leur droit ne vaut que par le cours du titre in fine. Un jour, ils apprennent qu'ils pourront acquérir des actions de leur société dans cinq ans. Ils les achèteront au cours constaté le jour où l'annonce leur a été faite. Imaginons que, ce jour-là, l'action vaille 100 euros. Par la suite, les bénéficiaires n'exerceront bien évidemment leur droit que si le titre vaut plus de 100 euros !

Avec les AGA, le marché est différent. Il revient à dire : demain, on vous donne pour 0€ des actions qui vaudront... ce qu'elles vaudront. Peu importe le montant. S'il est supérieur à zéro, c'est toujours du bénéfice. Et si le cours est ramené à néant, d'autres urgences s'imposeront !

Cependant, des dilemmes pourront survenir. Ce sera le cas, par exemple, si l'employeur propose des échanges. Troquer une option d'achat de 100 actions contre 100 actions gratuites ? En ce cas, sans hésiter, il faut répondre favorablement. Mais si l'offre est ainsi libellée : 100 options contre 10 actions ? Là, il faudra sortir sa calculette. Une habitude que n'ont pas encore prise les salariés

Une chose est sûre, c'est que la boîte à outils des rémunérations s'est enrichie d'un nouvel instrument et que, quelles que soient les évolutions politiques, elles ne pourront pas aller contre cette tendance lourde.

## FISCALITE

Les mesures phares de l'été ont été largement couvertes par la presse et les médias. Mais il n'est peut être pas inutile d'attirer l'attention sur quelques conséquences pratiques :

→ Suppression des droits de succession mais pas des donations entre époux : Le régime fiscal de l'assurance vie est aligné sur celui des successions, le conjoint bénéficiaire d'un contrat d'assurance vie étant totalement

exonérés de droits. Attention cependant, une personne n'hérite pas pour autant de l'ensemble de la succession de son conjoint : en effet, il ne faut pas confondre les règles civiles applicables aux successions et les règles fiscales qui déterminent les droits de mutations.

*Focus* : Pour les contrats d'assurances vie, les bénéficiaires autres que le conjoint survivant devront acquitter des droits de 20 % du montant reçu (après abattement de 152 500€).

Par conséquent, il pourra, dans certains cas, s'avérer judicieux de démembrer la clause bénéficiaire : usufruit au conjoint (qui est le redevable des droits de mutations, donc exonéré), nue propriété aux enfants.

→ Les nouveaux abattements : L'abattement sur les mutations en faveur des ascendants (père, mère...) et des descendants (enfants ...) est porté à 150 000 €, contre 50 000€ précédemment.

Création d'une exonération de 30 000 € sur les dons, en pleine propriété et en numéraire au profit d'un enfant, petit-enfant, arrière petit-enfant ou si le donateur n'en a pas, d'un neveu ou d'une nièce. Les bénéficiaires doivent être majeurs ou émancipés et le donateur âgé de moins de 65 ans.

*Focus* : Le relèvement de l'ensemble des abattements permet d'emblée, de réaliser des donations supplémentaires exonérées. En effet, si le précédent plafond d'exonération de €50 000 a déjà été atteint au cours des 6 dernières années, le plafond complémentaire de €100 000, peut néanmoins immédiatement être utilisé, permettant d'accélérer le processus de transmission en exonération de droits.

→ Bouclier fiscal : Le montant maximal des impositions directes : IRPP, ISF, taxe d'habitation et taxe foncière (afférentes à l'habitation principale) ne peut dorénavant excéder 50% des revenus du contribuable. De plus, contrairement à l'ancien bouclier fiscal, les prélèvements sociaux (CSG, CRDS...) sont inclus dans ce plafond. Complication cependant, la base de revenus à prendre en compte n'est pas identique à celle du plafonnement de l'ISF !

*Focus* : Afin d'optimiser ce nouveau bouclier, il sera nécessaire d'intervenir sur le mode et/ou la structure de perception des revenus. Une mesure qui ne favorise néanmoins pas vraiment les revenus du travail mais davantage ceux du patrimoine.

→ Réduction de l'ISF : Investissement de l'ISF dans les PME : réduction d'impôt ISF de 75 % de l'investissement dans les PME, la réduction maximale d'impôt étant toutefois plafonnée à €50.000. Le taux est le même pour les sommes versées aux universités, entreprises et associations d'insertion, fondations. L'investissement imputable sur l'ISF 2008 devra être réalisé avant le 15 juin 2008, faute de quoi il ne sera imputable que sur l'ISF

2009. A noter également que la réduction pour un investissement réalisé au travers d'un fonds sera plafonnée à €10 000.

*Focus: Les contribuables devront donc investir 66.667 euros pour bénéficier à plein de la mesure. Nouveauté complémentaire, il sera finalement possible de réaliser cet investissement dans son propre outil de travail (le bénéficiaire doit posséder au moins 25% de l'entreprise, directement ou par l'intermédiaire de ses proches : conjoint, frères et sœurs...).*

→ **Dividendes** (en projet) : Un projet, encore en navette entre Sénat et Assemblée nationale prévoit que cette catégorie de revenus pourrait, sur option du contribuable, et pour autant que celui-ci ne détienne pas plus de 25% de la société distributrice, bénéficier d'un prélèvement forfaitaire libératoire de 16 ou 18% (+CSG/RDS de 11%), sans bénéfice de l'abattement de 40%. Selon la tranche marginale du contribuable, il conviendrait donc de décider entre cette solution et une taxation à l'IR sur la base d'un taux maximum de 24% (+CSG/RDS).

## CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

**ART**  
Source Artprice

### « Hedge Art »

La saison des foires d'art contemporain (Paris, Londres,...) et des grandes vacances (New York) bat son plein. Une bonne occasion de faire un point sur le marché – florissant – de l'art, en particulier contemporain, dont l'emballement peut susciter des interrogations.

Sur ce sujet, nous vous recommandons le rapport annuel d'Art Price :

(<http://imgpublic.artprice.com/pdf/fiac07fr.pdf>), préparé à l'occasion de la FIAC (très bon cru selon les spécialistes), qui retrace non seulement les grandes tendances du marché de l'art contemporain (artistes nés après 1945), mais analyse aussi 15 mouvements artistiques (Photographie Allemande, les 5 de Boston, Photographie Erotische, Figuration Libre, Bad Painting, Young british Artists, les Installations, Art Contemporain Chinois, Russe, Suisse, Graffiti,...). Ce rapport propose également quelques conseils de galeristes pour débiter une collection d'art contemporain ainsi qu'un état chiffré des ventes publiques des 500 principaux artistes.

En synthèse, nous retenons de ce bilan que le marché, s'il paraît faire l'objet d'un emballement excessif, demeure néanmoins soutenu non seulement par une création artistique importante, en particulier en provenance des nouveaux pays émergents, mais également par une création de richesse et l'apparition

d'une population de millionnaires, voire de milliardaires, sans précédent dans l'histoire.

Les niveaux atteints aujourd'hui dépassent largement ceux atteints fin 1990 mais on ne semble pas pour autant craindre un revers sur les prix, en liaison avec le renversement de la conjoncture économique dans le monde, telle que nous la prédisent les analystes....  
Voire, car les arbres ne montent pas au ciel, et il demeure fort probable que 2008 voit une contraction de la liquidité mondiale, qui impactera certainement tous les actifs. D'autant qu'une corrélation entre économie et marché de l'art a quasiment toujours été constatée au cours des dernières décennies.

Par ailleurs, comme les artistes actuels n'ont pas encore subi l'épreuve du temps, ils peuvent être source de plus beaux retours sur investissement à court terme, mais avec un risque très élevé. Par ailleurs, contrairement à celle de leurs aînés, la production des artistes vivant n'est pas figée. De fait, l'offre n'est pas limitée et la valorisation de la rareté ne s'applique pas systématiquement. Face à une offre abondante, les désillusions restent néanmoins probables (à titre d'exemple, en 1990, Donald Sultan, âgé alors de 39 ans, était l'un des artistes les plus cotés de sa génération. Ses larges toiles de la série *Building Canyon* pouvaient se négocier \$180 000. Désormais, elles se négocient souvent moins de \$10 000 !).

Cependant, et contrairement aux précédents mouvements de hausse, y compris parmi les plus récents (1980/90), le marché est aujourd'hui plus transparent. En effet, grâce à Internet les collectionneurs disposent instantanément de toute l'information nécessaire sur l'artiste et sa cote pour prendre des décisions d'achat, réduisant d'autant le risque sur ce marché. Ceci pourrait donc, en théorie, laisser augurer d'une meilleure cohérence des prix (à l'époque, seuls les quelques duels d'enchères pour tel Van Gogh ou tel Renoir servaient de référence à l'ensemble du marché).

Au delà des plaisirs esthétiques, la production artistique semble donc confirmer, ces dernières années, un statut de valeur refuge, offrant une excellente résistance au cours des crises boursières.

Mais doit-on pour autant considérer l'art comme une classe d'actifs au titre d'une diversification « décorrélatante » d'un patrimoine ?

## IMMOBILIER

### Dominos

Il est encore difficile d'évaluer l'étendue et l'ampleur de la crise immobilière aux Etats-Unis. Mais il paraît maintenant acquis que, après un important allongement des délais de vente, caractéristique d'un retournement, les prix devraient connaître une baisse, dont l'ampleur demeure néanmoins incertaine. Bien que la situation

européenne et française ne soit pas comparable avec les Etats-Unis, il apparaît clairement qu'un infléchissement des prix de l'immobilier se profile : en effet, alors que depuis une décennie le prix de l'immobilier progresse d'environ 8% par an, il ne devrait évoluer cette année que d'environ 3%. Au cours du 3ème trimestre, les prix ont même diminué, semblant d'un coup stopper la tourmente inflationniste caractéristique du marché parisien.

En outre, au cours du 2<sup>nd</sup> semestre, le prix de l'ancien poursuit son retour à plus de modération, évoluant même de manière négative cet été, cédant chaque mois environ 1%. Au total, les prix de l'ancien semblent se situer sur un rythme de variation voisin de celui observé entre 1995 et 1999 (les prix évoluaient alors en moyenne chaque année de l'ordre de 3.0%), et les loyers du secteur privé fluctuent à présent à un rythme proche de celui de l'inflation.

Pour autant, cette baisse des prix dans l'ancien, conjuguée à la crise immobilière aux Etats-Unis ne préjugent, selon les spécialistes, en rien de l'amorce d'une baisse généralisée des prix, ou d'un quelconque effondrement du marché. En effet, et à l'opposé de nos homologues Américains, il existe en France un déséquilibre structurel entre une offre insuffisante et une demande dopée par des tendances démographiques et sociologiques de fond.

En revanche, en Espagne, la situation paraît préoccupante (stock d'immeuble inoccupé «énorme», ce que souligne d'ailleurs une étude estimant que le marché serait surévalué d'environ 30%). Conséquence, le prix de l'immobilier est actuellement en chute libre avec des prix moyens cédant 18% et des délais de vente trois fois plus importants (10 mois au lieu de 3). La situation ne paraît guère plus encourageante en Angleterre, où non seulement le marché des bureaux connaît un retournement, mais où existe un risque sérieux de crise de type «subprime» tant les ménages ont pu aisément s'endetter (en règle générale 125% de crédit renouvelable de la valeur de marché estimée du bien immobilier!), ce qui a alimenté la hausse vertigineuse des prix .....A suivre donc.

### **Le marché locatif privé en France**

Le ralentissement sensible des loyers des appartements observé fin juin 2007 (+2.2% en glissement annuel contre +4.1% à fin 2006) s'est confirmé au cours du troisième trimestre. En progression annuelle de 1.6%, ils s'établissent désormais à 12.4€/m<sup>2</sup>. Le niveau moyen des loyers à mi 2007 est donc de 641€ par mois pour les appartements d'une surface moyenne de 51.9m<sup>2</sup>, et de 881€ par mois pour les maisons. Cependant, une étude plus précise montre que les écarts de loyers sont importants entre les petites surfaces (studios et une pièce) qui se louent en moyenne à 15.5€/m<sup>2</sup> (435€ de loyer mensuel), et les grandes surfaces (4 pièces et 5 pièces et plus) qui se louent respectivement à 9.4 €/m<sup>2</sup> (802€ de loyer mensuel), et à 10.1€/m<sup>2</sup> (1 186€ de loyer

mensuel). A Paris (+4.6% au 3ème trimestre 2007 contre +4.6% en 2006 à la même époque) et en Région Parisienne (+3.3% au 3ème trimestre 2007 contre +3.0% en 2006 à la même époque), si la hausse des loyers des appartements reste soutenue, elle est plus modérée sur les parties Sud-ouest et Sud-est du territoire.

### **L'immobilier d'entreprise en Ile de France**

Malgré le décrochage des crédits subprimes nord américains avec ses remous bancaires parvenant maintenant jusqu'à nous, le marché de l'immobilier d'entreprise en Ile de France semble devoir réaliser une année satisfaisante. Les fondamentaux restent sains, les loyers sont encore supportables et la famille des bureaux HQE (Haute Qualité Environnementale) promet de s'agrandir. Cela étant, le niveau moyen de rendement continue de s'affaïsser, et des distorsions grandissantes entre les évolutions respectives de Paris QCA-La Défense et des petites et grandes couronnes sont assez préoccupantes. De plus, 2007 risque de finir dans un climat économique et social peu dynamisant. A la sortie des études réalisées par Immostat, un constat peut d'ores et déjà être tiré pour cette année 2007 : si le bond en avant de l'année 2006 ne se reproduira certainement pas, la consolidation sera probablement assurée, avec cependant une tension à la baisse des rendements. En effet, le taux de croissance espéré pour la France ne sera pas au rendez vous. Coté investissements, le quartier central d'affaires (QCA) et la Défense jouent encore les locomotives, tandis que la couronne s'essouffle. On a construit récemment un peu trop de bureaux neufs dans certaines zones ce qui explique la pause dans la hausse des loyers. De plus, aujourd'hui, personne n'est à même de connaître l'étendue des dégâts indirects provoqués par le décrochage des crédits subprimes reventilés un peu partout dans le tissu bancaire.

Coté bonnes nouvelles : les constructions de bureaux certifiées haute qualité environnementale (HQE) commencent à apparaître en nombre significatif même si le nombre de transactions est en recul, l'augmentation du prix moyen au m<sup>2</sup> permet de soutenir la croissance. En cette fin d'année, l'humeur est donc à l'optimisme... modéré.

## **MARCHES FINANCIERS**

### **La crise ....**

Alors que depuis le mois de mars, les bourses avaient connu une croissance soutenue et continue, les inquiétudes liées au segment de marché des crédits hypothécaires à risque (subprime) ont entraîné quasiment l'ensemble des places financières dans la tourmente, impactant également l'environnement économique mondial depuis l'été.

Pour mémoire, avant de mettre sous presse la dernière Lettre, nous faisons part de la fermeture de deux fonds Bear Stern et des difficultés à prévoir : bien heureux

cependant ceux qui prédisaient un phénomène d'une telle ampleur.

La crise fut (est) multiple, complexe, diffuse et encore mal cernée dans ses manifestations et ses conséquences.

Le risque de défaut du ménage « risqué » américain s'est, au travers du mécanisme de titrisation, diffusé et reporté sur nombre d'acteurs (dont l'épargnant Européen), le rendant ainsi plus diffus et « mutualisé », mais aussi plus lent dans la transmission de ses effets à l'économie réelle, qui n'est pas encore mesurable. Les interventions des banques centrales en ont également fortement amorti, à court terme, les manifestations.

La crise nous semble néanmoins autant réelle que psychologique, en témoigne des marchés qui ont préféré fermer les yeux sur les mauvaises nouvelles à venir, pour retrouver des plus hauts dès septembre (aux Etats-Unis par exemple), moins d'un mois après les points bas.

### **Croissances mondiale et régionale**

Depuis, le FMI a révisé en baisse ses perspectives de croissance mondiale 2008 à 4,8 % vs 5,2 %.

En dépit de la détérioration prononcée du secteur du logement, la progression du PIB américain a été soutenue au 3<sup>ème</sup> trimestre, en particulier la consommation privée s'est nettement améliorée par rapport au trimestre précédent.

Ceci posé, même si la baisse effective du secteur immobilier ne s'est pas propagée au reste de l'économie, l'environnement demeure peu dynamique et les incertitudes demeurent.

Dans ce contexte où les pays européens sont doublement touchés par la hausse du pétrole et de l'euro, les pays émergents constituent un « pare-feu » à une éventuelle récession américaine.

Nous nous trouvons confronté à une nouvelle situation où la hausse des matières premières contribue à affaiblir modérément les pays riches et à renforcer la croissance des pays émergents, et où la baisse du dollar reste un facteur relativement positif pour beaucoup d'acteurs : (a) soutient de la croissance US et réduction de ses déficits, (b) protection contre la hausse du pétrole en Europe.

Le maintien de la croissance reste cependant lié à une provision suffisante de liquidité et les observateurs les plus alarmistes mettent le doigt sur le risque d'un brusque retrait de liquidité par la réduction du multiplicateur de crédit des banques, engendrant une crise systémique.

A contrario, il faut noter l'émergence des fonds souverains dont le total des actifs est estimé à 3400 milliards de dollars (plus du double des hedge funds), dont les 2/3 sont détenus par les pays pétroliers et dont

l'actif est composé à plus de 50 % d'actions et dont l'investissement de référence obligataire reste les US Treasuries. Une grande partie des réserves de change devrait rejoindre ces fonds dans les années à venir et modifier la donne du pouvoir économique.

Il faut noter que la hausse de 16 % des exportations américaines au 3<sup>ème</sup> trimestre a eu pour effet de contrebalancer le tassement des investissements résidentiels des ménages.

C'est évidemment un bénéfice directement dérivé de la baisse du dollar qui, favorisant la contraction du déficit de la balance commerciale américaine, permet d'ajouter 1% au PIB.

En Allemagne le sentiment économique demeure en dessous de sa moyenne historique et le moral des ménages recule, pendant qu'en France la confiance des consommateurs et le PMI manufacturier se dégradent. Seul le Royaume-Uni affiche une croissance forte du PIB, soutenu par le dynamisme des services.

### **Atterrissage des Etats-Unis**

Pour l'instant les bouées de sauvetage fonctionnent : apport de liquidité + faiblesse du dollar + croissance des émergents... mais la vigilance est de mise. En effet, bien que les indices du climat des affaires aient reculé, ils laissent néanmoins apparaître une croissance modérée. De plus, le marché de l'emploi s'est fortement redressé.

### **Conséquences pour les banques centrales**

La marge de manœuvre de la FED se réduit, cette dernière devant concilier risque inflationniste et risque de contagion de la crise immobilière et financière.

La BCE doit faire preuve de pragmatisme et n'osera probablement pas reprendre son cycle de durcissement monétaire avant la fin de l'année.

### **Conséquences pour le Japon**

Un marché toujours à la recherche d'une confirmation de tendance claire, où le redressement de la consommation reste décevant bien que sur l'ensemble du 3<sup>ème</sup> trimestre l'activité industrielle se soit raffermie et qu'un léger accroissement des prix soit perceptible dans la ville de Tokyo.

### **Conséquences pour les marchés émergents**

En dépit des « remous », les pays émergents mènent la danse de la croissance mondiale (même si l'Amérique Latine fait face à un ralentissement de ses exportations vers les USA) : Chine (11,5 % de croissance annuelle), Inde (8,9 %), Russie (7 %) contribueront à elles seules à la moitié de la croissance mondiale en 2007. Ces économies émergentes peuvent dorénavant s'appuyer sur une demande intérieure soutenue principalement par l'investissement et dans une moindre mesure par l'accélération de la consommation des ménages. Cette croissance des pays émergents tend à devenir plus autonome mais elle n'est pas sans danger... puisque l'afflux de capitaux devient source de tension

inflationniste... Et l'opération visant à éviter la surchauffe de l'économie chinoise s'avère délicate et ces marchés sont exposés plus que d'autres à des prises de profit.

### **Conséquences pour les matières premières**

Le prix élevé du pétrole est le résultat d'une crise de la demande et non de l'offre et le cycle entamé au printemps 2003 (montée progressive des prix) est le premier dans l'histoire contemporaine qui soit marqué par une corrélation positive entre bourse américaine et prix du pétrole.

Depuis un an, le cours des matières premières agricoles (soft commodities) – blé, riz, soja, maïs – flambent. Croissance démographique et économique, changement d'habitudes alimentaires, essor des biocarburants et aléas climatiques sont une multitude de facteurs qui tirent les prix vers le haut. La demande de blé, par exemple, excède la production et les stocks mondiaux sont au plus bas.

### **Conséquences pour les marchés taux et devises**

Le glissement du dollar s'étant accéléré il crée un malaise en Europe, et aucun signe de retournement de la tendance à court terme ne se profile. Ce sont les taux américains qui donnent le ton, mais l'équilibre reste fragile car les investissements massifs des fonds souverains servent de caution à l'équilibre actuel.

De son côté, le yen a de nouveau reculé par rapport aux devises offrant un rendement plus élevé, malgré un rebond au cours de l'été. Cette tendance risque de se poursuivre dans la mesure où la probabilité d'une hausse des taux directeurs de la BoJ d'ici la fin de l'année reste faible

### **Conséquences pour l'investissement**

Nombre de gérants recommandent aujourd'hui la prudence, ce qui nous paraît indispensable, compte tenu de l'incertitude liée à l'impact de la crise sur l'économie réelle et ce, a fortiori, à l'approche de la fin de l'année.

Pour autant, ils continuent à privilégier les actions, et, en synthèse, il nous semble que les quelques éléments de réflexions ci après constituent une approche de bon sens dans une conjoncture incertaine :

- Se concentrer sur des actifs réels.
- Ecrêter les profits importants des marchés émergents, qui demeurent cependant une thématique prometteuse sur le moyen terme.
- Rester prudent à l'égard du Japon, même si certains gérants considèrent pourtant qu'après un « liquidity squeeze », le marché pourrait, pour des raisons essentiellement techniques, connaître un fort rebond au cours des prochains mois.
- Rester investi sur le marché US qui demeure le plus important et a démontré, dans le passé, ses caractéristiques défensives en périodes troublées.
- En l'absence de signaux clairs, demeurer couvert sur le dollar.

Enfin, l'or (voir ci-dessus) est à nouveau sérieusement pris en considération par nombre de gérants.

Si l'hypothèse d'un « double bottom » du marché se confirme, cela pourra être une opportunité de revenir vers les marchés avec les liquidités ainsi générées. A ce titre, nous avons noté l'émergence de la thématique Moyen Orient / Afrique, au sein des marchés émergents, dont les caractéristiques devraient retenir l'attention des gérants (décorrélation et perspectives)

Comme nous l'évoquions dans nos précédentes Lettres, les classes alternatives, Hedge Funds, absolute return et produits structurés (qui ont par ailleurs fortement bénéficiés de la hausse de la volatilité et de niveaux de marchés plus bas) peuvent permettre une décorrélation des portefeuilles tout en offrant des perspectives de rendement attrayantes.

Une fois encore, la sélection des supports d'investissement, la capacité de maîtrise du risque et de création de valeur (alpha) feront la différence...

FINANCIERE MJ  Family Office  
est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune

Conseiller en Investissements Financiers  
Enregistré sous le N° D003807 auprès de la CNCIF  
Association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers

[www.financiere-mj.com](http://www.financiere-mj.com)  
[info@financiere-mj.com](mailto:info@financiere-mj.com)

*Avvertimento* : Ce document ne fait partie d'aucun prospectus. Les commentaires ne sont donnés qu'à titre d'information et de réflexion. Ils ne sauraient être considérés comme une recommandation d'achat ou de vente ou une proposition de services financiers. L'utilisation qui pourrait en être faite ne saurait engager la responsabilité de Financière MJ.