

MJ & Cie est membre de l'Association Française du Family Office 
A ce titre, elle adhère à la charte de l'AFFO et s'engage à en appliquer et promouvoir les principes,
Gages de fiabilité, de professionnalisme et d'éthique.
Membre  - European Network of Family Offices

www.mj-et-cie.com

Sommaire

HUMEUR.....	2
IDEES.....	2
<i>« Disruption » !</i>	
<i>Séance « émotions »</i>	
<i>Le secret : concept à revisiter</i>	
<i>Très « chères » têtes blondes</i>	
<i>Performance et loyauté</i>	
<i>Génie français.....</i>	
<i>Investissez par grand froid</i>	
<i>La banque réinventée ?</i>	
NEWS.....	3
<i>Le « trésor du caniveau »</i>	
<i>Actionnaires d'avenir</i>	
<i>Europe – MIF II</i>	
<i>Le premier homme coté en bourse</i>	
<i>Une certaine « IDE » de la France</i>	
<i>Contre intuitif ? (1)</i>	
<i>Contre intuitif ? (2)</i>	
<i>Du mouvement des cerveaux</i>	
<i>Mai Nha</i>	
<i>AFFO</i>	
PRATIQUE.....	5
<i>Pragmatisme luxembourgeois</i>	
<i>Libéralités graduelles et résiduelles</i>	
<i>Alternative UCITS</i>	
<i>Expatriés : règles du jeu fiscal</i>	
<i>Adoption (pas si) simple</i>	
CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES	7
<i>Art : Pas un, des marchés</i>	
<i>Immobilier</i>	
<i>Marchés</i>	

HUMEUR

« Qu'est-ce que «longtemps» pour une vie d'homme? » -
Cicéron

Le temps est devenu une valeur marchande, qui raccourcit l'horizon et dévie les raisonnements. Ainsi, comme le souligne la brève suivante, l'industrie financière s'égaré en n'ayant que le court terme comme critère d'appréciation, alors que l'innovation et le progrès sont finalement le fait de ceux qui ont le temps ! Alexandre Dumas disait : « Désormais, on ne vivra pas plus longtemps - seulement, on vivra plus vite » ! Le 21^e siècle semble avoir voulu lui donner raison, au-delà de la raison.

Chez MJ&Cie, le temps est une valeur certes, mais une valeur fondatrice, aux côtés de la confiance, et de la compétence. Elle nous permet de travailler dans la durée, pour accompagner et construire, aux côtés des familles, en se distanciant de l'irrationnel et de l'incertitude que porte le court terme.

Même si la mondialisation homogénéise les comportements, le temps semble cependant perçu différemment selon les cultures. Ainsi le Moyen Orient ou l'Asie nous donnent à le considérer autrement.

Forts de ces constats, notre conception du family office s'inscrit ainsi dans une pratique plus solide, tant ce rapport au temps constitue une rencontre de valeurs qui confortent un travail de longue haleine au service des intérêts des familles !

IDEES

« Disruption » !

(Source : Le Monde)

Pourquoi les entreprises recrutent-elles encore à l'ancienne ? Pourquoi la seule voiture électrique qui ait connu du succès dans le monde est-elle construite par un nouveau venu dans le monde de l'automobile ? Pourquoi aucune société de médias n'a-t-elle su créer une offre de *streaming* vidéo sur abonnement ? L'explication de Clayton Christensen, professeur à la *Harvard Business School*, pourrait être la bonne : les entreprises n'innovent plus véritablement, se contentant d'innovations marginales, qui créent certes de la valeur pour l'actionnaire à court terme, mais détruisent des emplois.

Seules les innovations de rupture créent de l'emploi, mais innover dans la rupture exige deux choses : du temps et du capital. Le temps est devenu une denrée rare, tant la pression du marché pousse les sociétés à se concentrer sur « faire leur trimestre », cher aux

actionnaires. Par ailleurs, une faible utilisation du capital est une vertu aux yeux de *Wall Street*... alors même que nous vivons dans un monde « inondé » de capital !

Séance « émotions »

Si pilotes d'avions ou chirurgiens se tiennent à des procédures rigoureuses, c'est pour conserver la maîtrise permanente de situations qui, sans cela, pourraient conduire à des catastrophes. Quid des investisseurs ?

Aujourd'hui, l'idée germe parmi les experts de la finance comportementale, étudiant la psychologie de la prise de décision de l'investisseur, que ce dernier, particulier comme professionnel, devrait lui aussi se plier à des procédures. La théorie traditionnelle, supposant des investisseurs rationnels et non influencés par leurs émotions, semble quelque peu dépassée. Il est désormais largement admis que « le principal problème de l'investisseur, et même son pire ennemi, est potentiellement lui-même » (B. Graham).

Et si la *checklist* était la solution ? Identifier ses besoins en matière d'investissement, s'assurer d'avoir abordé toutes les solutions pour finalement retenir la meilleure, réduire le coût des opérations au maximum et enfin...rester rigoureux !

Le secret : concept à révisiter

Le temps des hésitations est révolu pour la régularisation des avoirs financiers non déclarés détenus à l'étranger, tant l'évolution réglementaire, française et internationale, ne laisse plus d'alternatives. Il est aujourd'hui utopique d'imaginer que ce mouvement n'est qu'une mode passagère : l'échange automatique d'informations bancaires devient la règle pour un grand nombre de pays et l'OCDE entend faciliter la coopération internationale en la matière. A ce jour, 64 pays ont signé la convention relative à l'assistance administrative en matière fiscale. De Singapour à la Colombie, en passant par la Chine et la Suisse, jusqu'à Montserrat, par l'extension territoriale avec le Royaume-Uni, le maillage se densifie. L'Europe n'est pas en reste et la Commission propose d'élargir l'échange automatique d'informations entre les administrations. Cet échange concernerait, à compter de 2015, les revenus professionnels, jetons de présence, assurance-vie, pensions et revenus immobiliers.

Le choix d'une fiscalité allégée, pour autant qu'il soit encore réaliste de l'envisager, nécessitera plus que jamais un changement de cadre de vie et une mobilité des personnes et de leurs capitaux. La concurrence fiscale entre Etats offre donc encore de belles perspectives !

Très « chères » têtes blondes

L'une des principales craintes des personnes fortunées ? Que leurs enfants manquent d'ambition, selon une enquête menée récemment par des avocats britanniques auprès d'un échantillon de 4 500 HNWI. C'est plus précisément la principale préoccupation d'une personne « riche » sur sept, juste après la santé.

Certains ont d'ailleurs trouvé la parade pour éviter que leurs enfants ne s'endorment sur leurs lauriers : léguer la plus grande partie de leur fortune à des œuvres caritatives. C'est notamment le cas de Warren Buffett ou de Bill Gates, dont le « *Giving Pledge* » contribue aussi à un tel mouvement, qui n'est pas la moindre des vertus éducatives de la philanthropie !

Performance et loyauté

Pour 17% des clients fortunés (disposant en moyenne de \$2,9M), la performance est un critère déterminant de fidélité à leur conseiller. C'est particulièrement vrai dans la zone géographique des Amériques (24%), mais moins en Asie (13%) ou en Europe (14%). Les clients asiatiques sont ainsi plus sensibles aux services et aux solutions d'investissement adaptés à leurs besoins. En Europe, le principal critère qui détermine la fidélité des clients privés est la qualité du conseil.

Génie français.....

Sous Henri IV, le duc de Sully inventa « la paulette », taxant les offices royaux pour l'hérédité de leur charge. Sous la Révolution, le Directoire instaura des taxes sur le tabac, le sel et l'alcool, rassemblées par Napoléon sous le vocable de « droits réunis », avant de devenir les taxes indirectes. Après la Libération, la taxe à la consommation et celle à la production, dont le taux était calculé sur le prix de vente global, intervenaient tout au long du circuit et chacun devait s'en acquitter sur l'ensemble de ses achats comme sur la totalité de la valeur ajoutée. Il s'agissait donc de dé-complexifier ce système fiscal incompréhensible au commun des mortels.

En 1954, fut donc mise en place la TVA : facile à collecter, difficile à frauder, elle est, selon le mot de son génial inventeur, Maurice Lauré, « assise sur la valeur ajoutée de sa nation ». Les entreprises servent seulement de percepteurs, avec la certitude qu'elles ne supportent pas l'impôt tant que le produit est chez elles, pourvu qu'elles le perçoivent dès qu'il les quitte !

Elle est en vigueur aujourd'hui dans plus de 150 pays, où elle représente en moyenne jusqu'à 1/5 du total des recettes fiscales et l'UE en a même fait un des éléments du passeport, que les pays candidats doivent accepter pour y entrer.

Investissez par grand froid !

Le réflexe à avoir en cas de journée d'hiver particulièrement froide : bien se couvrir et... investir en bourse, selon des universitaires canadiens !

Les hivers particulièrement rigoureux, surtout les jours en-dessous de la moyenne de saison, seraient ceux où les retours sur investissement sont les plus élevés. Pour analyser ce phénomène, les auteurs se sont penchés sur les index des marchés de *Thomson Reuters* de 1973 à 2012, dans 49 pays.

D'autres études avaient déjà souligné l'influence de la météo sur les cours de bourses. L'une d'elles relevait en 2001 que, si le rendement moyen annualisé de la bourse de New York les jours ensoleillés était de 24,8%, il était de 8,7% les jours nuageux, mais ce phénomène s'inversait en cas de canicule. L'étude ne tenait cependant compte « que » de 26 pays, de 1982 à 1997.

La banque réinventée ?

Alors que les grandes banques défrayent la chronique, la première « banque éthique » est née en France. D'ici deux ans, cette petite institution devrait pouvoir proposer la gestion des dépôts via des livrets, puis les règlements par chèques, puis des cartes bancaires...

La banque éthique ne recourt à aucun produit spéculatif pour rémunérer son capital et finance uniquement des projets qui ont un impact social, culturel ou écologique, alors qu'une banque traditionnelle finance certes l'économie locale, mais sans un tel filtre.

Espérons que de telles initiatives ne restent pas l'apanage de petites structures et que cela puisse inspirer les grandes institutions, même si la refonte du système financier international semble encore très...lointaine.

NEWS

Le « trésor du caniveau »

Perdus, égarés, ou « mis de côté », les euros disparaissent et quittent le circuit. En France, le pactole s'est élevé à €92M en 2013. Ce montant inédit, calculé par la Monnaie de Paris, prouve que les Français sont étourdis, certes, mais pas plus que les autres : les Australiens ont ainsi involontairement retiré l'équivalent de €75M de la circulation, les Britanniques £65M (€95M) ! Les « petites » rigoles font de bien belles rivières : £28M en pièces de 1 penny traîneraient au fond des caniveaux. Quelques £11M seraient dans des sacs à mains, £7,8M dans des vide-poches de voitures, et £5,9M traîneraient sous des coussins de fauteuils.

Actionnaires d'avenir

Une enquête vient d'être menée pour l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir, dont MJ&Cie est membre (la Lettre n°36), afin de comprendre le rapport des Français à l'investissement en actions et permettre aux entreprises de renouveler leur actionariat individuel.

Alors que les actions ne représentent plus que 4,5% de l'épargne financière des Français, contre près du double sept ans plus tôt, près des 2/3 d'entre eux sont aujourd'hui ouverts à l'investissement en actions. Néanmoins, l'écart reste important entre l'intention d'achat et le passage à l'acte. Reste à trouver, à l'aube d'une période charnière, les freins à lever pour transformer l'essai !

Quatre critères prioritaires motiveraient les choix d'investissement des actionnaires d'avenir : les résultats financiers et la qualité de la gestion, évidemment, mais aussi la qualité et l'innovation des produits et services commercialisés et la contribution des entreprises à l'économie réelle. Plus significatif encore : plus les Français sont prêts à s'engager à travers l'investissement en actions, plus ils sont attentifs à l'ensemble des critères... n'est-il pas temps de capitaliser sur l'émergence d'une nouvelle forme d'actionariat, plus responsable et plus durable ?

Europe - MIF II

Après plusieurs actions de *lobbying*, le texte finalement voté par le Parlement en avril prévoit le bannissement total des fameux « *inducements* », mais uniquement pour les conseillers qui se déclareront indépendants. Ils devront alors se faire payer par des honoraires directs et détaillés. Pour les autres, les non-indépendants, le système de rétrocessions pourra perdurer... La directive a cependant sauvé la face en ajoutant la notion d'« augmentation de la qualité de service ». Les débats ne font que commencer...

Le premier homme coté en bourse

Lancée par une *start-up* californienne, autorisée par la *Securities and Exchange Commission*, l'organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers, une introduction d'un nouveau genre a récemment eu lieu : lundi 28 avril, l'entreprise a vendu sur le marché alternatif FBS la totalité des 421 000 actions Vernon Davis, ailier de l'équipe de football américain des *San Francisco 49ers*, au prix unitaire d'environ 10\$, essentiellement à des investisseurs privés. En contrepartie, le joueur a d'ores et déjà touché plus de \$4,2M. Désormais, ses revenus et ses gains dépendent du cours de ses actions, cours dont les fluctuations reposent sur ses performances individuelles, sur le classement de son équipe et le montant accolé à ses futurs contrats.

De son côté, la *start-up* empochera 1% de commission sur chaque transaction et les actionnaires 10% d'intérêts sur les revenus du joueur, dont les contrats sportifs et publicitaires.

Une certaine « IDE » de la France

Alors que les investissements directs à l'étranger (IDE) vers la France ont chuté de 77% en 2013, d'après un récent rapport de l'ONU, le pays attirerait à nouveau les investisseurs potentiels, puisqu'il a réintégré le top 10 d'un classement annuel mesurant la confiance qu'inspirent les différents pays en matière d'IDE. Paris se hisse donc au 10^{ème} rang de l'indice « *Foreign direct investment confidence* ». La France demeure toutefois à la 3^{ème} place européenne derrière le Royaume-Uni et l'Allemagne. Les États-Unis confortent leur première place, retrouvée en 2013, au détriment de la Chine.

Contre intuitif ? (1)

Paris ne fait plus partie des cinq villes les plus attractives du monde. En deux ans, elle a perdu deux places, passant de la 4^{ème} à la 6^{ème}, selon PwC. Elle conserve cependant sa première position dans la zone euro et la deuxième en Europe, derrière Londres. Outre cette dernière, la Ville Lumière est devancée par New York, Singapour, Toronto et San Francisco. Selon PwC, la facilité des déplacements quotidiens est en cause : Paris est pénalisée par ses embouteillages et ses difficultés à s'y loger. En revanche, la qualité de ses transports en commun est reconnue. Et surtout, elle reste championne pour son capital « intellectuel » et « innovation » !!

Contre intuitif ? (2)

Les fonds de capital-investissement français offrent une performance à dix ans supérieure à celle enregistrée dans les autres pays européens et aux États-Unis. Sur un horizon de 10 ans, la performance ressort à 10,7% l'an à fin 2013 contre 8,4% en Europe, selon une étude annuelle publiée par l'Association française des investisseurs pour la croissance (Afic) et EY. La moyenne européenne recouvre de fortes disparités avec une hiérarchie des performances, reflétant la maturité des marchés.

Sur dix ans, la performance du capital-investissement français est principalement portée par le capital-transmission et dans une moindre mesure par le capital-développement, dont les rendements respectifs ressortent à 16,1% et 5%.

Du mouvement des cerveaux

Le réseau *LinkedIn* a mesuré les flux internationaux nets de compétences de ses membres. La première destination de ces cerveaux est les Emirats Arabes Unis,

qui ont récupéré 1,3% (en net) de ces talents en 2013. Parmi les autres « aimants de compétences », on retrouve l'Arabie Saoudite, le Nigéria, l'Afrique du Sud, l'Inde et le Brésil.

Plus intéressant : moins d'un tiers des importateurs nets de cerveaux sont des pays développés. Les premiers exportateurs nets de cerveaux dans cette étude sont effectivement l'Espagne, le Royaume-Uni (inattendu ?), la France, l'Italie et l'Irlande.

Mai Nha

<http://mai-nha.org/fr>

Ni politique, ni religieuse, attachée aux meilleures pratiques du « *non profit* », installée dans un village à 200km d'Ho Chi Minh Ville (ex Saigon), *Mai Nha Children Foundation Vietnam*, créée par un couple d'anciens cadres dirigeants français, poursuit son action avec deux objectifs : permettre à 20 enfants orphelins de grandir en famille et de préparer leur avenir, améliorer la vie des enfants les plus démunis de la communauté locale (bourses scolaires et aide aux familles).

Deux ans après l'ouverture de la première maison, Mai Nha a contribué à bien des égards au bien-être des enfants de Thien Nghiep : les infrastructures de l'orphelinat et les deux maisons ont été achevées, 11 orphelins ont été accueillis et pris en charge, l'équipe s'apprête aujourd'hui à en accueillir 9 autres. 81 enfants ont reçu une bourse scolaire et 50 autres devraient faire leur rentrée dans la nouvelle école élémentaire en septembre.

AFFO (Association Française du Family Office)

A l'occasion de sa dernière AG, l'association présidée par Jean Marie Paluel Marmont (F. Mollat du Jourdin en est Secrétaire Général), soucieuse de maintenir diversité et vigueur des initiatives, a renouvelé une partie de son conseil d'administration. Bertrand Savouré, notaire, et Rémi Béguin (PatrimOne), l'ont en particulier rejoint.

Poursuivant ses travaux visant à favoriser l'émergence et la structuration du métier de family office, deux nouveaux livres blancs sont en phase de finalisation et devraient paraître au cours des 12 prochains mois : « gouvernance familiale » et « allocation d'actifs » (sont déjà parus « philanthropie » et « formation »).

L'AFFO renforce par ailleurs son développement régional, soutenue par deux délégués, à Marseille et à Lyon. Le nombre de family offices en région est en effet significatif, même s'ils restent parfois plus difficiles à identifier, tant ils demeurent généralement discrets. La deuxième édition du « Prix de l'AFFO », qui récompense des étudiants de troisième cycle, pour leurs travaux en lien avec le métier et l'entreprise familiale, a été lancée pour une remise en fin d'année.

Enfin, les matinées thématiques se poursuivent mensuellement autour de thèmes larges (outils de consolidation patrimoniaux, liquidité du capital des entreprises familiales, choisir un fonds de *private equity*, perspectives immobilières en France et à l'international).

PRATIQUE

Pragmatisme luxembourgeois

La future fondation patrimoniale luxembourgeoise est destinée à faciliter la structuration et la planification patrimoniale et successorale de familles fortunées.

Elle consistera en une affectation (révocable ou non) de biens, par une ou plusieurs personnes physiques ou toute entité patrimoniale (*trusts* anglo-saxon ou encore *stichting administratiekantors* néerlandais), dans le cadre de l'administration du patrimoine d'une ou plusieurs personnes physiques. La finalité est de gérer et d'administrer le patrimoine de la fondation au profit d'un ou de plusieurs bénéficiaires ou au profit d'un ou de plusieurs buts, autres que ceux exclusivement réservés aux fondations reconnues d'utilité publique et à l'exclusion de toute profession libérale, activité commerciale, industrielle ou agricole. Elle sera donc un nouvel outil exclusivement dédié à la gestion du patrimoine des personnes physiques.

L'attribution de la personnalité juridique à la fondation patrimoniale constitue la grande différence avec le *trust* anglo-saxon. La fondation peut donc légalement disposer d'un patrimoine propre, distinct de celui du fondateur, des administrateurs ou des bénéficiaires.

Libéralités graduelles et résiduelles

Les donations graduelles ou résiduelles permettent de désigner deux bénéficiaires successifs. Elles sont avantageuses dans plusieurs situations : conserver un bien dans le giron familial, transmettre un bien à son nouveau conjoint, avant de le donner à des enfants d'une 1^{ère} union, protéger un enfant handicapé tout en assurant la transmission du bien à d'autres membres de la famille par la suite,...

Le premier bénéficiaire d'une donation graduelle n'a pas le droit de vendre ou de donner le bien. Il doit le conserver intact pour le second bénéficiaire, qui est donc assuré de le recevoir. Dans le cas d'une donation résiduelle en revanche, le premier bénéficiaire peut disposer du bien comme il l'entend, mais a l'obligation de transmettre ce qu'il en reste au moment de son décès. Cette donation est adaptée pour transmettre des capitaux mobiliers (portefeuilles de titres), ou un patrimoine à un enfant ne pouvant pas avoir de descendance.

Fiscalement, au décès du premier bénéficiaire, le second règle des droits minorés de ceux payés lors de la première donation. Ces droits sont alors calculés en fonction du lien de parenté entre le second bénéficiaire et le donateur initial.

Alternative UCITS

(Source : Ph. Debatty et F. Bricart, Fuchs & Associés Finance S.A.)

Ces dernières années, le nombre d'*alternative UCITS* (fonds utilisant des stratégies d'investissement employées habituellement par les *hedge funds* tout en respectant les réglementations imposées aux fonds européens UCITS) a considérablement augmenté, bon nombre de *hedge funds* s'étant structurés au travers de ces véhicules afin de regagner la confiance des investisseurs, notamment en bénéficiant des normes UCITS. En effet, celles-ci délivrent le passeport européen (permettant l'appel public à l'épargne) aux fonds qui respectent les réglementations strictes qui leur sont imposées concernant, notamment, leur transparence, les règles de diversification et leur niveau de risque.

Ce type de véhicule étant relativement nouveau, et ne bénéficiant pas, de surcroît, d'un recensement et d'un classement officiel, une société luxembourgeoise, LuxHedge, en a fait son activité principale. Elle a créé une base de données regroupant les *alternative UCITS* de droit luxembourgeois (plus de 400), a analysé la stratégie d'investissement utilisée par chacun de ces fonds et a créé des indices pour chacune de ces stratégies.

Expatriés : règles du jeu fiscal

Pour ceux qui s'expatrient, ou qui seraient tentés, chacune des 125 conventions fiscales signées par la France connaît bien entendu ses particularités, mais des règles communes semblent néanmoins pouvoir être tracées.

Sauf dispositions contraires, certains revenus restent imposés en France, comme les salaires ou pensions versés en France, ponctionnés d'une retenue à la source de 0%, 12% ou 20%. Les dividendes distribués par des sociétés françaises échappent de leur côté à l'IR, moyennant une retenue à la source de 21% pour les résidents de l'Espace économique européen. En dehors, elle est de 30%.

Les gains sur rachats d'assurance-vie sont aussi soumis à une retenue à la source, de 15% en moyenne, avec complément éventuel dans le nouveau pays de résidence. Les plus-values de cession de valeurs mobilières sont imposées dans le seul Etat de résidence. Si celui-ci les taxe peu (Belgique, Suisse, Royaume-Uni,...), voire pas (Singapour ou Hong Kong), la cession de titres peut s'avérer avantageuse.

Autre particularité : les non-résidents bénéficient du quotient familial, mais ne peuvent plus profiter de la plupart des déductions et réductions d'impôt. Au titre des avantages perdus : l'administration impose la plus-value de cession de la résidence principale des contribuables ayant quitté la France et toujours invendue au jour du départ. Une inégalité s'installe ainsi entre les propriétaires de leur résidence principale qui ont réussi à vendre leur habitation principale avant de partir, ou après...

Côté ISF, les actifs financiers hexagonaux sont exonérés pour les non-résidents. Les biens immobiliers français ou parts de SCI restent en revanche dans l'assiette si leur valeur dépasse €1,3M. Les expatriés bénéficient enfin d'un coup de pouce à leur retour : pendant cinq ans, leurs biens hors de France restent exonérés d'ISF. Investir à l'étranger avant de rentrer peut donc être pertinent.

Enfin, depuis cette année l'*exit tax* est plus sévère. Pour les départs en 2014, son seuil d'application passe de €1,3M à 800 000€, elle est étendue aux OPCVM et la durée nécessaire à l'expiration du sursis d'imposition grimpe de 8 à 15 ans. Seule consolation : ceux qui n'atteignent pas le seuil de 800 000€ doivent désormais détenir 50% des bénéfices sociaux d'une entreprise et non plus 1%, pour être concernés.

Adoption (pas si) simple

L'ostracisme fiscal dont les adoptés « simples » sont victimes part d'un postulat qui voudrait que, s'ils ont été adoptés, c'est pour payer moins de droits de mutation ! Les intéressés apprécieront... Cette crainte est due au fait que l'adoption simple est permise quel que soit l'âge de l'adopté, alors que l'adoption plénière est limitée aux enfants de moins de 15 ans, aux pupilles de l'Etat et aux enfants déclarés abandonnés.

L'adopté a, dans sa nouvelle famille, les mêmes droits successoraux qu'un enfant légitime. Mais, selon la forme de l'adoption, la fiscalité des droits de mutation diffère du tout au tout : en cas d'adoption plénière, ces droits sont les mêmes que ceux appliqués en ligne directe (abattement de 100 000€, tarif progressif de 0 à 45%), alors qu'à l'inverse, l'adopté simple doit en principe payer des droits au taux de 60% (après un abattement de 1 594€).

Le Conseil constitutionnel a estimé que cette différence de traitement n'était pas contraire à la Constitution, dans la mesure où des exceptions existent : c'est le cas, par exemple, de l'enfant issu d'un premier lit adopté par le nouveau conjoint de sa mère ou de son père.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

Art – Pas un, des marchés

Après une baisse en 2011 et 2012, le marché a retrouvé le chemin de la croissance : 7,5% en valeur et 2,8% en volume entre 2012 et 2013. Le différentiel entre valeur et volume démontre que c'est bien la hausse des prix des œuvres qui tire le marché vers le haut. Ces chiffres globaux masquent cependant d'importantes disparités régionales : les États-Unis ont vu leurs ventes augmenter de 25%. La Chine est en position d'attente et l'Europe peine à sortir de la crise. Le marché y est encore en recul de 2% entre 2012 et 2013.

Quatrième marché derrière les USA, la Chine et le Royaume-Uni, la France s'adjudge 6% du marché mondial, témoignage d'une participation encore trop modeste de la place de Paris aux grandes ventes internationales. L'évolution de la richesse mondiale ces dernières années a favorisé les places traditionnellement tournées vers l'international (Londres et New York), ainsi que les marchés émergents. La France dispose pourtant de solides atouts sectoriels et d'un marché local dynamique. Soutenu par une bonne demande, entre autres de biens collectionnables (bijoux, livres anciens, vins, manuscrits,...), les ventes y ont crû de 13% entre 2012 et 2013, au rebours de la tendance européenne. Si la France manque encore d'acteurs de poids, capables de rivaliser, au niveau international, avec les deux *majors* anglo-saxons sur le canal des ventes aux enchères, il faut garder en mémoire que ces dernières ne comptent plus que pour 5% du volume global des ventes, proportion identique à celle des ventes en ligne. Les Français ont d'ailleurs une carte à jouer sur ce canal de distribution en pleine croissance (qui connaît ses meilleurs résultats sur le segment de prix allant de quelques centaines d'euros à 100 000€), car la concurrence y est encore largement ouverte.

Les ventes d'antiquités et d'arts décoratifs sont dominées par celles des Beaux-arts (peinture, sculpture). Le *TEFAF Art market Report 2014* définit quatre subdivisions de ce dernier segment de marché : les artistes d'après-guerre et contemporains, nés après 1910; les modernes, nés entre 1875 et 1910; les impressionnistes et post impressionnistes, nés entre 1821 et 1874; et enfin les maîtres anciens, nés avant 1821.

Sans surprise, ce sont des artistes d'après-guerre et contemporains (Bacon, Lichtenstein, Warhol, Basquiat, Fanzhi...) qui tirent le marché. Les ventes de cette catégorie d'artistes ont littéralement flambé : la croissance en valeur entre 2003 et 2007 a été de 480%, augmentant encore de 250% depuis 2009. Très volatil et soumis aux aléas économiques, le secteur a chuté de 60% entre 2007 et 2009, pertes maintenant largement résorbées.

Bien que très contrastée, selon les typologies de biens considérées, la tendance haussière sur le marché de l'art, en France comme à l'international, devrait se poursuivre. Les fondamentaux sont bons avec un nombre croissant de HNWI et des canaux de distribution toujours plus performants et inventifs pour rendre les biens « de passion » accessibles.

Les enchères record, qui font la une des médias, ne doivent donc pas décourager les acheteurs « normaux ». La grande majorité des transactions se situe à des niveaux « raisonnables » et l'examen des écarts entre prix moyens et prix médians est édifiant. Le premier peut facilement être biaisé par quelques enchères record : ainsi, les 93% d'œuvres passées sous le marteau en 2013, qui valaient moins de 50 000€, représentaient 18% de la valeur totale, tandis que les 0,1% cotés au-dessus des €10M contribuent à hauteur de 16% de ladite valeur. Le prix médian, qui définit le montant qui sépare le nombre de transactions en deux parts égales, ne souffre pas de ce biais. A titre d'exemple, à Londres, marché très spéculatif, le prix moyen est 68 000€, alors que le prix médian est proche de 5 000€. Acheter des lots autour du prix médian présente bien moins de risques, celui-ci étant bien plus stable que le prix moyen. Corollaire inévitable, le gain espéré sera probablement plus modeste.

Encore plus que les cours de bourse ou la variation du PNB, c'est l'évolution du nombre de (U)HNWI, ainsi que leurs comportements d'achat, qui structurent la demande de biens émotionnels et collectionnables. La flambée des prix sur le marché de l'art de la dernière décennie coïncide avec une augmentation du nombre de (U)HNWI de 7 à 12 millions sur cette période, leur capacité d'investissement augmentant de 10% par an. En temps de crise, ces biens tangibles et durables, offrant des rendements supérieurs à d'autres classes d'actifs, sont même favorisés.

De là à considérer qu'il faut impérativement entrer dans cette classe d'actifs, c'est un pas que nous ne franchirons pas, tant il doit aussi correspondre à une aspiration personnelle de l'investisseur, qui doit, plus que jamais, utiliser le plaisir et l'émotion comme premiers critères de décision.

Immobilier

Comment évaluer la transparence d'un marché immobilier, source non négligeable de son attractivité ? A travers plus d'une centaine de critères d'analyse, selon Jones Lang Lasalle, qui les répartit en 5 grandes catégories : performance des marchés, accessibilité des données, gouvernance des sociétés cotées, transparence du processus de transaction et législation. Dans son édition 2014, JLL place l'immobilier français en tête des pays d'Europe continentale et au 5^{ème} rang mondial en termes de transparence. La France peut

notamment s'enorgueillir de présenter l'un des processus transactionnels parmi les plus fiables et transparents.

Quoi qu'il en soit, et bien qu'on ait observé un début de fléchissement des prix (-1,6% en 2013), elle reste l'un des pays européens où il est le plus difficile d'accéder à la propriété. Le prix d'un appartement neuf de 70m² représente 7,9 salaires annuels bruts moyens en 2013. Si ce ratio est inférieur à celui de 2012 (9,4), il demeure le 4^{ème} plus élevé parmi les 16 pays étudiés par Deloitte, derrière Israël (12,1), la Russie (10,4) et le Royaume-Uni (8,5). A titre de comparaison, il ne faut en moyenne que 2,1 années de salaires bruts à un Danois et 3,6 à un Belge.

L'Hexagone, comme le Royaume-Uni, n'est pas aidé par le niveau du prix de la pierre dans la capitale. Le prix au mètre carré atteint 8 140€ en moyenne à Paris intra-muros et dépasse les 10 000€ dans le centre de Londres, montants deux fois plus élevés que leur moyenne nationale respective.

L'Irlande a enregistré en 2013 (avec Madrid) la plus forte reprise dans l'immobilier résidentiel de luxe, selon une étude de Knight Frank sur les marchés immobiliers résidentiels « prime » de 14 villes européennes. Le cabinet a calculé ce que les acquéreurs à la recherche de biens exceptionnels peuvent s'offrir avec €1M dans chacune d'elles. Le résultat est éloquent : avec cette somme, ils peuvent espérer acheter un peu plus de 20 m² à Monaco. Ils pourront voir un peu plus grand (47 m²) à Genève et à Paris (56 m²), ou à Zurich et à Moscou (58 et 59 m²). Pour plus d'espace, il faut mettre le cap sur Venise (74 m²), ou, mieux encore, sur Rome (83 m²) et Munich (87m²). Enfin, ceux qui veulent voir grand iront à Vienne (95 m²), Florence (111 m²), Dublin (143 m²) et Madrid ou Barcelone (166m²)...alors qu'ils n'auront pas plus de 33 m² à Londres. Avec une hausse de 233% en 5 ans (contre un petit 58% pour Genève et un modeste 26% pour Paris), le mètre carré londonien s'affiche désormais bien au-dessus des prix parisiens. Et cette folie ne semble pas terminée.

Le choix de Londres s'explique d'une part par le prestige de la capitale britannique, et aussi par le fait que les Britanniques ont une culture d'accueil envers les investisseurs étrangers beaucoup plus ouverte qu'ailleurs, et pragmatique, surtout s'ils sont fortunés... Ainsi, le gouvernement britannique a récemment mis aux enchères cent visas destinés à des investisseurs fortunés, les enchères commençaient à €3M ! Par ailleurs, une fiscalité et des règles juridiques plutôt simples et claires fluidifient le marché. Cependant, la fiscalité concernant l'immobilier va bientôt changer : les non-résidents ne sont pour l'instant pas soumis à l'impôt sur les plus-values, mais ce ne sera plus le cas en 2015.

Globalement, La reprise des marchés immobiliers résidentiels mondiaux s'intensifie et se généralise. L'amélioration des perspectives économiques, jumelée à des taux d'emprunts atteignant des creux historiques,

dope la confiance malgré la timidité du marché de l'emploi dans de nombreuses régions.

Du côté de l'immobilier commercial, au niveau mondial, la valeur du patrimoine immobilier détenu par les investisseurs atteint un nouveau record avec \$12,9Tr. La tendance haussière est commune à toutes les régions. En hausse de 9% d'une année sur l'autre, la valeur du patrimoine des investisseurs atteint \$4,6Tr pour la région Asie-Pacifique, qui devient le marché le plus important au monde, devant l'Europe. Le patrimoine des investisseurs immobiliers en Europe reste inchangé en 2013 avec une valeur totale de €3,3Tr. Cette stabilité est essentiellement liée à une contraction de la dette alors que les banques continuent de réduire leur exposition à l'immobilier. En fait, le ratio dette/valeur est tombé à 56% (à comparer à 63% en 2009). L'Europe devrait cependant profiter de son taux élevé de liquidités et d'un pricing attractif pour les investisseurs étrangers. Cela devrait être particulièrement vrai pour les marchés « core » comme Londres et Paris mais aussi ceux plus périphériques comme Madrid, Milan et Dublin, qui attirent aujourd'hui un nombre croissant de fonds d'investissement. Sans surprise, les actifs commerciaux de second plan, ou situés en dehors des grands centres urbains, devraient quant à eux susciter moins d'engouement.

Le moral des acteurs (investisseurs ou prêteurs) a continué de s'améliorer en 2013, particulièrement en ce qui concerne les conditions de financement, ce qui coïncide avec un appétit croissant des investisseurs pour le risque. Le changement le plus important concerne les prêteurs, aujourd'hui largement convaincus par le scénario de redressement du marché du financement immobilier. Ils sont 40% à se prononcer de la sorte, un chiffre à comparer aux 20% de l'an dernier. Le travail de refinancement des actifs « prime » est proche de son terme, alors que celui des actifs secondaires est maintenant largement entamé.

La particularité du marché résidentiel français, qui a peu corrigé et est aujourd'hui très cher par rapport au revenu disponible ne doit donc pas masquer que d'autres classes d'actifs et d'autres marchés continuent à offrir des perspectives attrayantes, particulièrement dans une conjoncture où le rendement devient une denrée rare et complexe.

Marchés

Pas d'enthousiasme aveugle ! Si actions, obligations, matières premières et or sont tous en hausse au premier semestre, cela ne doit pas cacher les fortes disparités entre zones géographiques.

Etats-Unis : Le vaste programme de rachat d'actifs de la FED va prendre fin cet automne. Les bons chiffres de l'activité économique, bien que perturbés par la vague de froid de janvier, confortent la banque centrale américaine dans sa volonté de normaliser sa politique monétaire. De

\$35Mrd d'injection mensuelle, on passerait à 0 en octobre. Cela devrait susciter une remontée des taux, probablement début 2015. Mais la FED surveille de près le taux de participation au marché du travail, toujours à la peine, et les salaires qui commencent seulement à progresser.

Nul doute donc que pour éviter une forte hausse des taux hypothécaires, qui pénaliserait la reprise du marché immobilier, les hausses de taux soient très progressives et suivent l'évolution de la croissance, plutôt que celle de l'inflation, qui passe clairement au second plan dans les récents discours de la FED. Autant de risques pour les marchés, habitués depuis 7 ans à l'argent gratuit et qui pourraient ainsi se voir chahutés.

Europe : Pas d'euphorie de ce côté-ci de l'Atlantique, la BCE a dû intervenir comme prévu pour lutter contre une japonisation du continent : risque de déflation et croissance molle durable. Le redressement est long, compliqué et douloureux pour les populations (voir le bon score des partis populistes lors des élections européennes) : pour participer à l'effort général de relance de la consommation et de l'investissement et, comme réclamé depuis des mois par les politiques pour faire baisser un Euro toujours anormalement surévalué, elle a encore réduit son taux directeur et instauré des intérêts négatifs pour les dépôts des banques auprès d'elle.

Toujours pour relancer le crédit et soutenir l'économie, €400Mrd seront prêtés aux banques à un taux avantageux à la condition de les utiliser en prêtant aux entreprises et aux ménages. Déjà testée avec plus ou moins de succès au Royaume-Uni, cela ressemble à la dernière cartouche de la BCE avant de se résoudre à appliquer les mêmes politiques non conventionnelles que ses homologues américaine, japonaise et britannique : acheter directement des actifs sur les marchés (emprunts d'Etats, dettes d'entreprises ou pool de crédit à la consommation).

Asie : Bonnes nouvelles de Chine, où les mesures de soutien ciblées au crédit ont à priori bien aidé la croissance au 1^{er} semestre, même si les chiffres fournis par Pékin sont à relativiser. Le rebond américain aide également la reprise des exportations chinoises, toujours fortes contributrices à la croissance de la région. Parallèlement le gouvernement central chinois intensifie son nettoyage du système bancaire, avec de nouvelles contraintes réglementaires et la 1^{ère} mise en faillite d'une petite banque régionale - pour l'exemple.

Le Japon semble lui avoir passé la hausse de la TVA du printemps sans encombre : même si les réformes structurelles restent encore à faire, les perspectives sont positives, aidées par les hausses récentes des salaires.

Tensions géopolitiques : Les derniers mois ont également été rythmés par des tensions géopolitiques.

La crise ukrainienne se ravive et les tensions au Moyen-Orient, particulièrement en Irak, inquiètent. Pour autant, la production et l'exportation de pétrole brut irakien n'ayant pas été perturbées (comme en Syrie, le business continue pendant la guerre), le prix du pétrole est resté étonnement stable. Une forte hausse aurait un effet désastreux sur la reprise de l'économie mondiale et aucun pays n'y a aujourd'hui intérêt : la faiblesse des sanctions contre la Russie marque également la volonté généralisée de ne pas perturber l'économie mondiale.

Marchés financiers : Comment va se passer la fin des injections de la FED, en octobre ? C'est LA question. Puis comment les marchés anticiperont-ils la 1^{ère} hausse de taux, annoncée pour début 2015 ?

La normalisation de la politique monétaire et la hausse des taux d'intérêts à suivre apporteront de la volatilité, dans des marchés stressés par cette cure de désintoxication : les marchés vont-ils continuer à monter sur les seuls fondamentaux de l'économie et des résultats des entreprises ? Il est toujours difficile de prévoir la réaction d'un patient drogué pendant des années...

Coté obligataire, la hausse des taux long US semble inéluctable dans une économie en croissance (taux réels à 0.5%, soit le double de la France) : il est donc impératif de privilégier les maturités courtes et les émissions obligataires offrant un coussin de sécurité grâce aux coupons, ce qui revient à privilégier les obligations d'entreprises à celles des Etats.

En Europe, le cycle économique est beaucoup moins avancé mais les valorisations des emprunts d'Etats semblent très chères, sauf à envisager un scénario japonais de croissance et d'inflation durablement faibles ou nulles, qui validerait les niveaux actuels : le 10 ans allemand à 1.15%, le français passé en 6 mois de 2.45% à 1.50% ou l'espagnol au même niveau que celui des Etats-Unis...

Coté actions, la performance des indices cache de fortes disparités entre secteurs.

En Europe, retour en grâce au 1^{er} trimestre des cycliques comme Renault (+18%) ou des secteurs décotés et délaissés ces dernières années (télécoms - Orange +25% - ou utilities) et désaffection pour le secteur financier (BNP et AXA -14%). Le secteur bancaire sera particulièrement à suivre cet automne avec les résultats des audits menés par la BCE, qui risquent d'apporter de la volatilité, déjà observée ces dernières semaines après l'amende de la BNP et les problèmes bancaires au Portugal.

Néanmoins, l'intervention de la BCE et le début de baisse de l'Euro qui s'en est suivie sont des indicateurs positifs à moyen terme pour le vieux continent.

Plus généralement, la saison des résultats en cours est très importante : les profits ne doivent pas décevoir pour justifier les valorisations, particulièrement aux Etats-Unis où certaines actions sont chères. Mais pour l'instant, les marchés semblent rester orientés à la hausse, tirés par la forte reprise des fusions-acquisitions. Les entreprises disposent en effet de liquidités abondantes et une particularité américaine renforce le phénomène : comme pour les particuliers, l'administration fiscale US taxe les entreprises aux Etats-Unis lors du rapatriement des bénéfices de leurs filiales étrangères. Ces dernières sont ainsi incitées à garder ces liquidités à l'étranger mais en contrepartie ne peuvent les distribuer aux actionnaires ou s'en servir pour investir aux Etats-Unis. Apple dispose par exemple de 100 à \$150Mrd de liquidités à travers le monde, mais a dû lancer une émission obligataire aux Etats-Unis pour procéder à des rachats d'actions !

Sous la pression des actionnaires, 2 types de comportements se dégagent : acheter un groupe étranger, souvent en Irlande ou au Royaume-Uni et y transférer son siège social (schéma dont sont friands les laboratoires pharmaceutiques), ou, comme E-Bay, accepter de payer \$3Mrd d'impôts pour le rapatriement de \$6Mrd nets aux Etats-Unis. Cette utilisation de cash dormant depuis des années est un puissant stimulateur sur les marchés. On observe de nombreuses opérations de rachats d'actions, de fusions et introductions en bourse cette année. A tel point qu'un début d'euphorie apparaît : la présidente de la FED a pointé du doigt les fortes valorisations des secteurs de la biotechnologie et des réseaux sociaux, dont les prix se rapprochent de ceux de 2001, année de la bulle internet.

Enfin les marchés émergents ont rebondi au 2^{ème} trimestre, et les investisseurs occidentaux y sont prudemment de retour : cette thématique nous semble

toujours porteuse, mais exclusivement dans une optique de moyen terme qui s'affranchit de la volatilité à court terme.

En conclusion, le potentiel de valeur est plus que jamais dans les actions, particulièrement face à des obligations très chères. Il est tentant de privilégier les bourses européennes, en retard par rapport aux Etats-Unis, mais la faible croissance des bénéfices en Europe ces 3 dernières années commence à inquiéter. Les résultats trimestriels des entreprises sont donc observés à la loupe et générateurs de fortes variations.

Le « *stock-picking* » est primordial. Les écarts de performances dans les indices sont extrêmes entre les bons et les mauvais élèves.

Il faudra accepter une volatilité qui fera son retour dans les prochains mois et savoir être raisonnablement contrariant pour éviter certains consensus parfois dévastateurs. Le talent des gérants devrait donc trouver à s'exprimer !

Fini de rédiger le 24/07/14

*MJ & Cie – Independent Family Wealth Advisors
est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune.
Conseiller en Investissements Financiers, membre de la CNCIF - Inscrit à l'ORIAS sous le N°07004635
www.mj-et-cie.com - info@mj-et-cie.com*

Avertissement : 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 MJ & Cie SAS.