

LA LETTRE

de Financière MJ

N°31 / 2^{ème} et 3^{ème} trimestres 2012.

Sommaire

HUMEUR.....	2
IDEES.....	2
<i>Soleil grec</i>	
<i>Horizons africains</i>	
<i>Monaco, champion du monde</i>	
<i>Taxons les beaux !</i>	
<i>Les clichés de Berkeley</i>	
<i>Capital investissement : à la recherche de sa mesure</i>	
<i>Le « sentiment de marché »</i>	
<i>Cap sur la forêt</i>	
NEWS.....	4
<i>Des millionnaires moins riches</i>	
<i>La Suisse lave plus blanc</i>	
<i>Inflexible Europe</i>	
<i>Actualité</i>	
<i>ENFO (European Network of Family Offices)</i>	
<i>AFFO (Association Française du Family Office)</i>	
<i>CNCIF (Chambre Nationale des Conseillers en Investissements Financiers)</i>	
PRATIQUE.....	5
<i>De l'art de donner : trois exemples...</i>	
<i>MIF II : quelles conséquences ?</i>	
<i>Fiscalité internationale des stock-options</i>	
<i>Assurance vie et démembrement</i>	
<i>La fiducie : applications</i>	
<i>Du bon usage de l'expatriation fiscale.</i>	
CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES	7
<i>Art, en route pour l'Australie</i>	
<i>Immobilier : la quête d'un « Safe Haven »</i>	
<i>Marchés financiers, pas à pas</i>	

HUMEUR

« L'indépendance, ce n'est pas une récompense, c'est une responsabilité. » (Pierre Bourgault)

Nous susciterions des jalousies, à telle enseigne que certains sembleraient nous vouloir du bien. Réjouissons-nous-en !

Financière MJ-Family Office s'est bâtie sur une éthique et un professionnalisme de haut niveau, mais aussi et surtout sur une indépendance, qui jamais ne s'est démentie : indépendance capitalistique (les associés contrôlent 100% du capital - les collaborateurs sont associés aux résultats de la société), indépendance de la rémunération, constituée exclusivement d'honoraires.

Ce modèle, difficile et exigeant, n'a pas empêché Financière MJ-Family Office de devenir une référence dans le (petit) monde du family office et de la gestion de fortune, en France et en Europe. Il ne suffit en effet pas de se baptiser family office pour pouvoir prétendre en être (c'est d'ailleurs le cœur des travaux menés par l'AFFO depuis plusieurs années).

Dans une période en perte de repères, il est important d'affirmer, plus que jamais, nos valeurs fondatrices, qui nous engagent à l'égard de nos clients et de l'ensemble des interlocuteurs avec lesquels nous pouvons être amenés à travailler. L'indépendance est un travail de tous les jours, une conviction, un atout, qui se construit et s'entretient, particulièrement lorsqu'il est exposé, quotidiennement, aux appels de la facilité.

Financière MJ-Family Office, qui s'est engagée à appliquer et promouvoir la charte de l'AFFO, qui est membre fondateur du plus important réseau de family offices indépendants, ENFO, se veut avant tout le fer de lance de l'accompagnement et du conseil, éthique, objectif et professionnel, de familles fortunées, qui, partageant ces valeurs, ont compris le bénéfice, direct et indirect, qu'elles en retirent pour le long terme.

Nous vous souhaitons un très bel été !

IDEES

Soleil grec

Pâtissant d'une assez mauvaise réputation depuis la crise financière, la banque n'en continue pas moins à jouer un rôle indispensable au bon fonctionnement des circuits économiques. Sa disparition entraînerait le retour d'une pratique que l'on pensait révolue mais que les Grecs tentent de remettre au goût du jour : le troc. En effet, subissant de plein fouet le plan d'austérité imposé par les membres de la Troïka (FMI, BCE, Commission européenne), la Grèce fait face à un véritable manque de

liquidité. Avec un taux de chômage frisant les 22% et des coupes drastiques dans les retraites, il devient difficile pour beaucoup de vivre convenablement, et nécessaire pour tous de faire preuve d'inventivité. Le troc est donc réapparu sous la forme d'une monnaie fictive, opportunément appelée... « Soleil ». Celle-ci aurait été mise en place par la gérante d'un magasin d'alimentation, consternée de voir son commerce déserté. Le principe est simple : des Soleils pour des légumes contre d'autres Soleils pour une coupe de cheveux, une séance d'acupuncture, etc.

Et pourtant... Ce sont bien les trapezites grecs (de trapeza : table ou comptoir placé sur l'agora) qui, dans l'Antiquité, avaient perfectionné les méthodes comptables héritées des Babyloniens, posant la première pierre des activités de banque en Europe. Leur activité se concentrait alors sur le change des monnaies et le prêt à des particuliers à qui étaient ouverts des comptes courants. Les taux d'intérêt variaient alors de 10 à 20%. Le plus célèbre d'entre eux fut Pasion (4ème siècle avant J.C.), ancien esclave que son maître Archestrate avait associé à ses affaires et qui avait ainsi gagné son droit de cité. La banque était alors une petite entreprise et une activité risquée. C'est à partir du 5ème siècle avant J.C. que l'activité prit réellement son essor avec l'apparition du compte courant, du virement et de la lettre de change. L'apparition des « Soleils » dans une trentaine de villes du pays symboliserait-elle un retour à cette glorieuse époque ? Au-delà de l'espoir provoqué par cet élan de solidarité, cela caractérise peut être le fait qu'en ce domaine, comme probablement en d'autres, les Grecs seraient une nation de précurseurs.

Horizons africains

Les a priori ne militent pas toujours en sa faveur et pourtant, il convient très certainement de revisiter notre vision du continent africain et des potentiels qu'il présente, malgré des situations politiques et une transparence parfois discutables. Riche de ses matières premières, de taux de croissance « asiatiques », d'une population jeune, d'investissements internationaux en forte croissance, le continent africain ne peut plus être ignoré. De grandes familles locales ont émergé qui développent des conglomérats rappelant les plus belles heures coréennes. On notera, dans ce contexte, un projet atypique, emmené par une grande famille mauricienne francophone (Groupe CIEL), qui, après avoir investi pour compte propre, lève maintenant des capitaux pour investir dans du « family business » sur le continent est africain. « Family money for family business », nous ne pouvions passer à côté !

Monaco, champion du monde

On le savait, malgré la crise, la principauté reste riche des milliardaires du monde entier qui s'y installent, bénéficiant ainsi de la douceur de vivre de la Côte d'Azur

et d'un environnement fiscal encore plus clément (sauf pour les français, qui demeurent imposables à l'IR et l'ISF, mais peuvent en revanche bénéficier de la fiscalité successorale ultra light, de 0% en ligne directe à 16% pour les tiers). On ne l'imaginait cependant pas forcément aussi riche : le PNB par habitant s'établirait à 222000\$ (à titre de comparaison, la France est à 35000\$, les USA à 46000\$, la Suisse à 57000\$). La famille Grimaldi, au pouvoir depuis 1267, a décidément bien « géré son patrimoine » !

Taxons les beaux !

Pour résoudre le problème du célibat dans son pays où 50% des hommes de 30 à 35 ans seraient toujours célibataires, un économiste japonais vient de proposer une solution novatrice : taxer les beaux. Cette part importante d'hommes célibataires serait liée à la crise et à la chute de leurs revenus, les femmes continuant à chercher un conjoint aux revenus au moins deux fois supérieurs aux leurs.

Ainsi, un « conseil d'évaluation de la beauté », où siègerait un jury de cinq femmes tirées au sort, classerait les hommes célibataires dans quatre catégories : « beaux », « normaux », « moyennement laids » et « laids ». Leur taux d'imposition serait ensuite indexé sur leur appartenance à l'une de ces catégories. Bien évidemment, les beaux y seraient les grands perdants.

Les clichés de Berkeley

L'opinion selon laquelle la recherche du gain se fait souvent au détriment de considérations morales remonte aux grecs anciens. Plus récemment est venue l'idée que ce type de comportements se rencontre davantage dans des catégories sociales favorisées, dans lesquelles l'appât du gain serait culturellement valorisé.

Une étude menée par le département de psychologie de l'université de Berkeley a récemment tenté de démontrer un lien entre l'appartenance à une catégorie sociale élevée et des comportements égoïstes ou malhonnêtes, dans la vie quotidienne comme professionnelle. Il a par exemple été relevé qu'à un carrefour, le nombre de refus de priorité de la part de conducteurs de grosses cylindrées est très nettement supérieur à celui des conducteurs de petites voitures... Une simulation d'entretien d'embauche a aussi mis en avant un penchant au mensonge et à la cupidité des personnes les plus aisées de l'échantillon, placées en position de recruteur !

Inutile toutefois de s'alarmer, et de jeter l'opprobre sur qui que ce soit... étant donnée la fiabilité relative de ce genre de travaux. On pourra aussi trouver dans des initiatives de type « The Giving Pledge », un contre-exemple qui illustre la conscience sociale que peut donner à certains leur statut privilégié !

Capital investissement : à la recherche de sa mesure

(Source : Agefi)

Si les investisseurs semblent motivés par la *private equity*, sa performance réelle et son calcul continuent de faire débat. Pour cette classe d'actifs peu liquide (mais néanmoins performante puisque des recherches publiées ces derniers mois démontrent une surperformance du non coté d'environ 3% par an sur l'indice S&P 500), davantage de clarté et de fiabilité ne serait pas un luxe. L'an dernier, des études ont en effet relevé que les données de plusieurs bases comparatives sur les performances du *private equity* n'étaient pas à jour. Avec, en plus de cela, la possibilité offerte de choisir entre plusieurs *benchmarks*, qu'on ne soit pas surpris d'entendre une majorité de gérants assurer à leurs investisseurs, être dans le « premier quartile »....

Au-delà, l'absence d'une unité de mesure objective pose également problème, alors que dans les autres classes d'actifs, des rendements annualisés standards s'appliquent. Deux critères complémentaires sont utilisés pour mesurer la performance du capital-investissement : le multiple de sortie (indicateur le plus simple et indiscutable, mais ne tenant pas compte de la mesure du temps) et le TRI (taux de rendement interne) qui permet de tenir compte précisément de tous les flux qui vont et viennent au quotidien au sein d'un même fonds sur une période donnée. Cette approche a cependant tendance à biaiser les performances, accentuant la grande dispersion entre les meilleurs et les moins bons gérants. La dispersion reste aussi importante entre les différents segments d'investissement. Peut-être que le cycle économique actuel et l'exigence de transparence de la part des investisseurs feront évoluer cette question.

Le « sentiment de marché »

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

Construite à partir de normes et d'hypothèses, la finance ne saurait être qualifiée de science exacte. Des indicateurs basés sur l'évolution des cours et sur les aspects psychologiques de la finance (finance comportementale) se sont même développés. Le « sentiment de marché », représentant les anticipations des investisseurs et leurs émotions (rationnelles ou non) influencerait en effet sur l'évolution des cours.

S'il reflète directement son passé récent et son présent, le sentiment de marché ne serait cependant pas un bon indicateur de sa direction future, bien au contraire. L'histoire montre que, quand il devient extrême, il mène à des renversements de tendance spectaculaires. Selon une analyse dite « contrarienne », c'est quand une majorité d'opérateurs a un avis trop prononcé sur les perspectives des marchés que ces derniers amorcent une phase de retournement. Il existe des indicateurs « *contrarian* » dont la signification immédiate par rapport au marché est bien l'exact opposé de ce qu'ils suggéreraient initialement. Il existe de nombreux moyens

de mesurer ce sentiment de marché : enquêtes, publications, ou indicateurs. L'une des mesures les plus reconnues est l'enquête de sentiments de l'association américaine des investisseurs individuels (« *The AAI Sentiment Survey* »), mesurant le pourcentage d'investisseurs individuels anticipant un marché haussier, neutre ou baissier pour les 6 prochains mois. Résultat ? Optimisme ou pessimisme excessifs sur les évolutions futures des marchés aboutissent à des résultats contraires. D'autres indicateurs, plus surprenants il est vrai, existent, à l'instar des couvertures de magazines internationaux spécialisés, pouvant accentuer un sentiment général de peur. Particulièrement quand ils donnent des signaux convergents, les indicateurs de sentiment s'avèrent donc utiles pour déceler les niveaux extrêmes et permettre d'adapter les portefeuilles en conséquence.

Cap sur la forêt

Actif tangible s'il en est, la forêt séduit de plus en plus de particuliers définitivement désorientés par les marchés, mais aussi des institutionnels soucieux de la diversification de leurs actifs, d'autant que, même si les prix augmentent (offre relativement faible, en France au moins, face à une demande importante), ils restent très inférieurs à ce qui se pratique chez nos voisins.

Les motivations sont diverses (chasse, promenade, valeur refuge,...), mais la perspective d'un rendement élevé ne doit pas en faire partie (environ 2% par an). Les avantages fiscaux sont en revanche nombreux, que la forêt soit détenue en direct ou par l'intermédiaire d'un groupement. Dans ce dernier cas, en matière d'ISF, le placement bénéficie d'une exonération de 75% de sa valeur sans plafond.

L'impôt sur le revenu ou les plus-values, de même que les droits de mutation, y trouvent aussi leur compte. A ce titre, cet investissement est qualifié de véritable « couteau suisse du patrimoine ».

NEWS

Des millionnaires moins riches

(Source : *World Wealth Report 2012 Capgemini / RBC*)

Après avoir progressé de 8,3% en 2010 (La Lettre n°29), le nombre de particuliers fortunés, (au moins \$1M d'actifs hors résidence principale, objets de collection et biens de consommation durables) dans le monde a légèrement augmenté en 2011 (+0,8%) pour atteindre 11 millions de personnes. En revanche, le patrimoine des particuliers fortunés a diminué dans toutes les régions, Moyen-Orient excepté. Cette baisse de 1,7%, (contre une augmentation de 9,7% en 2010) est la première depuis 2008. Le patrimoine des millionnaires avait alors diminué de près de 20%.

La Suisse lave plus blanc

L'argent « propre » est devenu une préoccupation majeure du gouvernement de la Confédération, surtout depuis que le *Foreign Account Tax Compliance Act* autorise le fisc américain à exiger des banques suisses, la régularisation des comptes non fiscalisés des clients américains. La Suisse semble même prête à accepter que des étrangers, qui placeront de l'argent en Suisse, soient désormais obligés de produire un document certifiant que leurs avoirs, déposés dans une banque helvétique, seront bien déclarés au fisc du pays dont ils sont résidents. En signant une telle déclaration, les clients autoriseront les banques à répondre aux questions des autorités fiscales étrangères. Mais on n'en arriverait tout de même pas encore à l'échange automatique d'informations ! Auparavant, le secret bancaire permettait de couvrir totalement le client. Cela risquait de ne plus être le cas.

C'est en septembre prochain que le Conseil Fédéral proposera son projet au Parlement. Rien n'est donc joué, tout dépendra des trésors de persuasion que déploieront, à n'en pas douter, les lobbys des banques et autres intermédiaires financiers que ce projet d'auto déclaration est loin d'emballer...

Inflexible Europe

Bien que l'impact de leur décision se chiffre en milliards pour la France, les juges de la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE) n'ont pas hésité à faire prévaloir le droit de l'Union sur toute autre considération. Devant statuer sur la compatibilité de la retenue à la source sur dividendes avec le principe de la liberté de circulation des capitaux, elle a déclaré contraire au droit de l'Union Européenne le fait d'exiger d'OPCVM non-résidents l'acquittement d'une retenue à la source alors que des OPCVM français sont pour leur part exonérés d'IS. Une telle position était prévisible, la différence de traitement entre OPCVM non-résidents et OPCVM résidents ne se justifiait par aucune différence de situation objective, ni par aucun motif impérieux d'intérêt général. Cette décision devrait ouvrir un délai de réclamation pour les retenues acquittées dans le passé et elle augure sans doute pour l'avenir d'une réaction législative !

Actualité

Citywealth – Londres - *Leaders List 2012* - François Mollat du Jourdin figure une fois de plus dans la liste d'honneur des *Private Investment Office Executives* à l'international.

Investance – Paris - *Mai 2012* – François Mollat du Jourdin est intervenu dans ce séminaire dédié aux professionnels de la gestion de fortune en France pour

présenter les contours des modèles de FO en France, s'appuyant sur les travaux de l'AFFO.

Leonardo Ventures European Family Offices Summit Paris – Mai 2012 – François Mollat du Jourdin est intervenu, aux côtés d'orateurs internationaux et français, pour débattre sur les secteurs d'investissements privilégiés.

ENFO (European Network of Family Offices)

Le réseau s'est réuni à Paris en mai dernier. Présent dans 6 pays (France, Belgique, Pays Bas, Autriche, Italie, Suisse), disposant également d'un correspondant à Hong Kong, ENFO, présidé par François Mollat du Jourdin, s'affirme plus que jamais comme un leader du FO dans le monde. Par l'échange d'expertises entre les membres et le développement d'outils communs, ENFO offre à ses clients, grandes fortunes privées, un accès à des compétences de haut niveau, à la mesure de leurs exigences. Le patrimoine supervisé par le réseau représente aujourd'hui un volume global supérieur à €10Mrds. Son action s'ancre dans des projets concrets, comme, par exemple, une plateforme de conseil pour l'investissement dans le non coté, FPPI (*Family Platform for Private Investors* – www.fppi.eu), deux autres, dans les terres agricoles et la gestion passive.

AFFO (Association Française du Family Office)

A la suite de la dernière assemblée générale, le conseil a désigné son bureau :

- Président d'Honneur - Bernard Camblain (Meeschaert Family Office) -
- Président - Jean-Marie Paluel-Marmont (Cie Lebon)
- Vice-Président - Thierry Mabile de Poncheville (Etablissements Peugeot Frères)
- Trésorier - Christophe Achard (Intuitae)
- Secrétaire Général - François Mollat du Jourdin (Financière MJ - Family Office)

Ce bureau reflète la diversité des typologies de family offices représentés au sein de l'association et la ferme ambition de poursuivre son développement. L'association, riche de la diversité de ses membres, titulaires et partenaires, dispose des atouts nécessaires, par la contribution de chacun, au développement de ce métier.

L'agenda demeure fourni : un petit déjeuner thématique (Fiscalité : urgences et perspectives) a réuni les membres le 26 juin dernier. Les prochains, à partir de septembre, traiteront d'immobilier, assurance-vie (en particulier au Luxembourg), art et or, life style management.

Après l'été, seront également organisées des rencontres sur des thèmes aussi spécifiques que « le rôle et les risques des fonctions d'administrateur », « l'analyse d'un

prospectus de FCPR (Private Equity) », ou encore la question de « la facturation et des honoraires ». Le second livre blanc, sur la gouvernance, sera également présenté après l'été, celui sur la formation avant la fin d'année, celui sur l'allocation d'actifs début 2013.

CNCIF

(Chambre Nationale des Conseillers en Investissements Financiers)

La CNCIF, dont François Mollat du Jourdin est administrateur, poursuit son développement. Elle compte à ce jour 810 structures CIF, correspondant à près de 1 200 professionnels. Riche de sa diversité unique, entre haut de bilan et patrimoine, plusieurs groupes de travail ont récemment vu le jour, visant à renforcer l'impact de ses actions. C'est dans ce cadre, que François Mollat du Jourdin s'est vu chargé de l'animation d'un groupe de travail consacré au family office.

PRATIQUE

De l'art de donner : trois exemples...

(Source : Rémy Gentilhomme – Michel Grimaldi)

A l'heure des mesures politiques et fiscales douloureuses, petite revue sur des techniques qui n'auront probablement que davantage de pertinence.

Donation avant cession

Une donation de droits sociaux, suivie de leur cession par les donataires (qui permet de transformer en exonération, le sursis d'imposition de plus-values qui avaient été placées en report), est une opération devenue fréquente dans un cadre familial. Le Conseil d'Etat a eu l'occasion de préciser dans quelles conditions elle n'encourait pas le risque de l'abus de droit : ou bien la donation est fictive et l'abus de droit peut être prononcé, ou bien tel n'est pas le cas car la donation préalable (voire même concomitante) à la cession ne poursuit pas un but exclusivement fiscal. Ainsi, les conséquences juridiques d'une vraie donation sont telles que l'exclusivisme fiscal ne pourra pas être retenu : supposant une intention libérale et un dessaisissement irrévocable des titres par le contribuable sans moyen pour lui de se les réapproprier, elle doit avoir pour effet, à travers le versement du prix des titres entre les mains des bénéficiaires, la transmission d'un patrimoine.

Donation transgénérationnelle

La pratique doit plus que jamais faire preuve d'adaptabilité et surtout d'anticipation en matière de transmission successorale. Il est désormais possible de transformer une donation-partage ordinaire en donation-partage transgénérationnelle, par incorporation de la seconde dans la première avec changement d'attributaire au profit des petits-enfants. Celle-ci peut n'être que partielle, limitée à certains lots, et n'a pas d'effet sur le calcul de la réserve. Le régime fiscal diffère selon que la réincorporation résulte d'une donation-partage de plus ou

moins de six ans. Dans le premier cas, le code général des impôts prescrit l'application du seul droit de partage de 2,5% sur la valeur des biens réincorporés, alors même que l'attribution est effectuée aux enfants des donataires initiaux (la réincorporation par certains seulement des donataires est sans incidence). Si la donation-partage réincorporée a moins de six ans, il est possible d'imputer les droits payés en amont sur ceux dus en aval. A ce jour, il semble que ce mécanisme n'ait pas encore connu le succès que d'aucuns lui prédisaient.

Philanthropie, le legs net de frais et droits

Le conseil en gestion de patrimoine inclut de plus en plus souvent un volet consacré à la générosité. L'AFFO (Association Française du Family Office) ne s'y est pas trompée qui a fait paraître récemment son livre blanc sur la philanthropie. Le tout est de maîtriser les nombreux mécanismes mis en place pour y parvenir. A titre d'exemple, le legs particulier net de frais et droits trouve tout son intérêt dans une succession en permettant au disposant de conjuguer altruisme et transmission optimisée. En principe, le légataire est le redevable et doit déposer auprès de l'administration sa déclaration de succession. Le mécanisme vise à instituer légataire universel un organisme reconnu d'utilité publique, exonéré de droits de mutation à titre gratuit, à charge pour lui de délivrer un legs particulier net de frais et droits à la personne que l'on entend gratifier pour un montant donné. Celui-ci ne doit cependant pas être si important que, droits inclus (l'organisme prenant *in fine* à sa charge les frais et droits normalement dus par le légataire à titre particulier), il absorbe tout l'actif successoral et ne fasse définitivement perdre au montage son caractère philanthropique. La menace de l'abus de droit planant toujours, le légataire universel doit être gratifié d'une somme suffisante pour l'éviter !

MIF II, quelles conséquences ?

Le projet de réforme visant entre autres à interdire les rétrocessions de commissions aux conseils en gestion de patrimoine « indépendants », sous peine de leur retirer cette étiquette, doit avant tout être évalué au regard de ses conséquences sur les clients. Ces derniers risquent en effet de pâtir d'un renchérissement du prix des prestations et d'une architecture encore moins ouverte qu'elle ne l'est actuellement.

L'impact de la réforme sera forcément différent en fonction des acteurs et des modalités d'application du texte. Pour les indépendants, le coup devrait être léger puisque l'assurance-vie, drainant la très grande majorité des fonds collectés, n'est, pour l'instant en tout cas, pas visée par cette mesure. Il devrait en revanche être plus important pour les sociétés de gestion distribuant leurs OPCVM *via* les CGPI...appauvrissant au final l'offre disponible pour les clients.

Fiscalité internationale des stock-options

Avec la mobilité internationale croissante de leurs bénéficiaires, l'imposition des gains de *stock-options* suscite des interrogations. Les législations internes disparates sèment souvent le trouble. Par ailleurs, les interprétations parfois imaginatives et divergentes des conventions fiscales n'étaient pas propres à faciliter la vie du contribuable. Ces difficultés ont apparemment été levées par l'administration qui, s'inspirant d'un rapport de l'OCDE, a rendu une instruction en mars dernier.

Le gain de levée d'option a bien la nature d'un revenu d'emploi et non d'un gain en capital et est, de ce fait, imposé dans l'Etat d'exercice de l'activité. Jusque-là, tout est clair.

Il suffirait donc de déterminer l'activité en contrepartie de laquelle les options sont attribuées et sa période de référence, de cibler les Etats sur le territoire desquels elle a été exercée, puis de répartir en conséquence la taxation en évitant les doubles impositions. Celles-ci se trouvent normalement éliminées par le jeu des conventions fiscales. Dans le cas de double imposition par le pays de résidence et le pays de la source, les revenus seront exonérés en France mais pris en compte pour le calcul du taux effectif, ou donneront droit à un crédit d'impôt. La difficulté vient en cas de double imposition par plusieurs Etats de résidence successifs, aucune forme d'allègement n'étant alors prévue. L'administration précise donc que « *dans tous les cas où les mécanismes d'élimination des doubles impositions prévus dans le cadre des conventions fiscales s'avèrent insuffisants pour éliminer totalement les doubles impositions juridiques, le contribuable doit pouvoir demander l'ouverture d'une procédure amiable* »....

Assurance vie et démembrement

Dorénavant, l'usufruitier et le nu propriétaire sont considérés comme bénéficiaires au prorata de la part leur revenant dans les capitaux décès versés par l'organisme d'assurance selon le barème de l'article 669 du Code général des Impôts et l'abattement de 152.500€ doit donc être ventilé dans les mêmes conditions. L'administration a rassuré nombre de contribuables en affirmant dans une instruction du 7 mars dernier qu'il y aurait autant d'abattements qu'il y a de « couples » nu propriétaire / usufruitier. Ce dernier ne pourra en revanche bénéficier au total que d'un seul abattement maximum de 152.500€. Par ailleurs, si l'un des bénéficiaires mentionnés est exonéré (conjoint survivant ou partenaire pacsé), sa fraction d'abattement ne peut pas bénéficier aux autres bénéficiaires désignés au contrat.

La fiducie : applications

Par la constitution d'un patrimoine d'affectation véritablement autonome, distinct à la fois du patrimoine du constituant (toute personne physique ou morale) et de celui du fiduciaire (avocats et certains organismes financiers réglementés), la fiducie est une sorte de « *Special Purpose Vehicle* » sans personnalité morale, à laquelle on peut transférer tout type de bien corporel meuble ou immeuble, ou incorporel (valeurs mobilières, créances,...). Evidemment utilisée à des fins de garantie, elle est aussi appelée à trouver de très nombreuses applications en matière de gestion. Son principal avantage est de placer en dehors du gage des créanciers du constituant les biens mis en fiducie. Autre application : en matière de gestion de pactes d'actionnaires, la fiducie gestion permet de pacifier les rapports, le fiduciaire devant s'assurer du respect des règles entre les associés. Enfin, concernant la protection du patrimoine des personnes vulnérables, la fiducie gestion est un outil des plus efficaces, propre à éviter la mise en place de mesures d'incapacité. Certains déplorent le refus du législateur de mettre en place une fiducie-libéralité, qui ferait de cette institution le pendant continental du trust, mais il semble qu'il y ait peu d'espoir en ce sens...

Du bon usage de l'expatriation fiscale

Le changement de résidence fiscale suppose plus que jamais d'effectuer, au préalable, un travail d'analyse complet et particulièrement minutieux, les enjeux patrimoniaux et la portée financière d'une expatriation variant sensiblement en fonction de la consistance et de la taille d'un patrimoine.

La Suisse demeure la destination favorite des candidats à l'exil. Outre la stabilité fiscale, la première motivation des contribuables fortunés est le forfait. Bien que certains cantons le remettent en cause (La Lettre n°30), il semble que cet avantageux dispositif ait encore de beaux jours devant lui. Il répond à de nombreuses conditions, et notamment à l'interdiction d'exercer une activité lucrative en Suisse (hors gestion de son propre patrimoine). Son calcul, basé sur le montant de la dépense annuelle acquittée en Suisse, tient surtout compte de cinq fois (bientôt sept ?) le montant du loyer ou de la valeur locative du logement occupé. Or dans certains cantons, comme Genève, le niveau élevé des loyers peut avoir une incidence considérable. En-dessous d'un certain seuil de patrimoine (40 ou 50 millions), il est généralement conseillé de ne pas s'y installer et d'émigrer sous des cieux fiscaux plus accueillants tels que la Belgique et le Royaume-Uni. A titre d'exemple, la Belgique ignore l'ISF, la taxation des plus-values mobilières et, sauf cas exceptionnels, immobilières. Au Royaume-Uni, le contribuable n'est imposé que sur ses revenus de source britannique. Le choix existe donc et aucune porte n'est fermée mais, en tout état de cause, le

changement de résidence doit absolument être effectif, sans quoi les conséquences peuvent être douloureuses. Enfin, il faut impérativement mettre dans la balance, la qualité de vie, et le surcoût généré par l'expatriation, au regard du coût fiscal de la résidence française. Une résidence qui devient peut-être aujourd'hui un « bien de luxe » !

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

Art, en route pour l'Australie

Christie's, Sotheby's et Phillips de Pury & Cie, les trois *majors* du marché de l'art new-yorkais, se sont succédés du 8 au 10 mai pour leur désormais traditionnel marathon des ventes printanières de prestige d'art contemporain, générant ensemble \$654M de résultats et enregistrant plus d'une vingtaine de records. Une semaine plus tôt, le 2 mai, Sotheby's a connu le plus retentissant d'entre eux. Un record historique a en effet été atteint par la vente de l'une des quatre versions (la dernière à être détenue entre des mains privées) du Cri, d'Edvard Munch. Ce pastel a été adjugé \$107M prix marteau, plus haut que Picasso lui-même, qui dominait le marché jusqu'alors grâce aux \$95M pour *Nude, Green Leaves and Bust* (huile sur toile de 1932 adjugée en mai 2010 chez Christie's).

Parmi ses records, Christie's compte neuf artistes américains, dont Pollock et surtout Rothko avec *Orange, red and yellow* (\$77,5M). Chez Sotheby's, le 9 mai, le *Pop Art* semble avoir été à l'honneur avec Warhol et Lichtenstein, les deux artistes les plus emblématiques et les plus cotés du mouvement ayant à eux seuls rapporté \$83,2M sur seulement quatre enchères représentant plus du tiers de la vente.

La photographie confirme par ailleurs son statut incontournable. Il n'existe pas aujourd'hui de maison de vente digne de ce nom qui ne dispose d'un département qui lui soit spécialement dédié. Elle se démarque un peu plus chaque année, notamment grâce aux chefs d'œuvre réservés par de clairvoyants *auctioneers* à ces grands *raouts* de mai et décembre. Les prix de la photographie sont en effet sans rapport avec ce qu'ils ont été. L'exemple du Canadien Jeff Wall, rivalisant désormais avec des artistes tels que l'Allemand Andreas Gursky, est édifiant. Le 8 mai dernier, il a réalisé sa première enchère millionnaire, en doublant même l'estimation basse, avec un marteau tombant à \$3,2M pour *Dead Troops Talk (A vision after an ambush of a Red Army patrol, near Moqor, Afghanistan, winter 1986)*.

L'AMCI, indice de confiance des acteurs du marché de l'art, s'est bien sûr fait l'écho de cette embellie : sous les 28 points à la veille de la vente du Cri par Sotheby's, on le retrouvait au-delà des 30 points à l'issue de cette semaine de records. Par ailleurs, et pour autant que le

marché ait eu besoin d'un peu de « dopage » supplémentaire, Artprice diffuse, depuis le 1^{er} juin, auprès de ses 1,4M de membres, une grande partie de ses banques de données en mode *freeware*. Via *artists-index.com*, tous les acteurs ont ainsi accès aux quelques 500.000 artistes recensés.

Sans bien sûr songer à remettre en cause l'écrasante domination du triptyque Chine/US/UK, certains scrutent le développement récent du marché australien : ouverture nouvelle aux artistes internationaux majeurs (qui y multiplient les expositions, initiant à la fois une diversification de l'offre et une forte augmentation du prix des œuvres proposées), ouverture de nouvelles galeries (*Deutscher and Hackett, New Albion Gallery*), exposition temporaire (Matthias Arndt expose Joseph Beuys, Gilbert and George, Sophie Calle, aux côtés d'artistes chinois, thaïlandais ou indonésiens). Sans parler de l'émergence de l'art aborigène, dont certains noms commencent à atteindre une reconnaissance internationale.

Le souffle de l'art semble donc continuer à se propager. Il faudra bien sûr veiller de près aux effets des ralentissements économiques annoncés ou en cours, qui pourraient refroidir une ardeur continue depuis plus d'une décennie !

Immobilier : la quête d'un « Safe Haven »

Jamais auparavant la création de richesse et le risque économique et politique n'avaient eu une telle influence sur les performances du marché de l'immobilier haut de gamme, comme sur celles de l'immobilier commercial. Pour leurs investissements immobiliers, les personnes fortunées (plus de \$25M d'actifs financiers) des économies émergentes se posent aujourd'hui avec quelque inquiétude les questions de sécurité ou de volatilité des taux de change. D'autres paramètres entrent bien sûr en jeu tels le style de vie et le souci d'apporter à leurs enfants une bonne éducation. Deux résultats : fuite des capitaux et quête d'un refuge. Dans de nombreux pays émergents en effet, les problèmes demeurent la corruption, la présence parfois écrasante des gouvernements et les changements arbitraires de législation, pouvant avoir un impact sur la capacité à planifier des transferts de richesse potentiels, dans une vision transgénérationnelle.

Au niveau mondial, les résultats du marché de l'immobilier de prestige ont été très variables selon le *Wealth Report 2012 de Knight Frank*, bien que le nombre de personnes fortunées ait augmenté ou soit resté stable dans à peu près toutes les régions. La plupart de celles couvertes par l'enquête ont vu les prix baisser ou stagner. Les zones ayant connu les plus forts taux de croissance économique n'ont pas fait exception : les exemples de Sydney, Singapour ou Shanghai confirment le ralentissement de la flambée des prix en Asie.

Paradoxalement, bien que la création de richesse soit en plein essor dans les pays émergents, ce sont les marchés d'Amérique du Nord et d'Europe, embourbés dans l'austérité, qui en ont bénéficié. Avec de plus en plus d'entrepreneurs asiatiques rémunérés en US\$, les Etats-Unis deviennent une destination évidente de leurs profits et une ville telle que Miami, très prisée des Sud-Américains, a connu l'an dernier une croissance à deux chiffres des prix de son immobilier (19%). C'est également le cas de New York, où cet afflux massif de capitaux étrangers pousse les prix toujours plus haut. Un tiers des transactions à Manhattan se font d'ailleurs au profit d'acheteurs étrangers.

Cette tendance se vérifie également sur le marché de l'immobilier commercial qui a connu un rebond au cours des deux dernières années. Les investisseurs privés ont profité de la baisse des prix survenue en 2008 et 2009. Ils voient l'achat de la propriété commerciale comme une stratégie long terme.

L'Europe semble à la traîne. Si Monaco peut encore prétendre aux prix les plus hauts du monde, ils n'en ont pas moins baissé en 2011, comme sur la Riviera française, confirmant en partie l'influence de la crise de la zone euro sur la performance du marché immobilier. Il n'est d'ailleurs pas anodin de constater que les deux seules villes européennes ayant enregistré des hausses l'an dernier sont Londres et Zurich... Mais tous les *safe havens* ne se trouvent pas aux Etats-Unis ou en Europe. La performance surprenante du Kenya est à cet égard particulièrement intéressante et nous enseigne que le concept de refuge est tout relatif. La croissance des prix, à la fois à Nairobi et sur les bords de l'océan indien, a été de 25% l'an dernier. Quant à la Nouvelle-Zélande, son éloignement des zones de conflit en fait peut-être le nec plus ultra des destinations refuges (hausse de 4,5% des prix en 2011).

A Paris, où les prix de l'immobilier ont tout de même été multipliés par trois en dix ans, certains professionnels s'attendent à une baisse significative (de 5 à 10%). Quant au volume de transactions, il est inférieur d'environ 30% par rapport au premier trimestre 2011 et ne cesse de chuter. D'aucuns regardent cependant cette décélération des prix comme un phénomène sain en réaction aux excès des dernières années. La hausse des prix ne concerne qu'un nombre limité de biens. Le marché immobilier haut de gamme français dans son ensemble, bien qu'ayant connu un ralentissement à la fin du premier trimestre, reste fort et bien plus stable. Sans surprise, plus de 50% des ventes s'y concluent avec des acheteurs internationaux.

Plus que jamais, sélectivité et prudence s'imposent comme les meilleures armes de l'investissement immobilier. Nous continuons à privilégier les actifs commerciaux de centre-ville, qui devraient mieux résister à cette conjoncture incertaine.

En Europe, tout avait pourtant bien commencé avec l'accord trouvé entre la Grèce et ses créanciers, repoussant ainsi le problème de la dette grecque à plus tard, suivi par la seconde injection de liquidités de la BCE (deux fois 500Mds€), bouffée d'oxygène pour les banques, et par un vote grec favorable à l'Euro.

Mais les problèmes sont plus profonds : le marché s'est rapidement attaqué à plus gros, l'Italie et l'Espagne, dans une Europe en pleine récession. Au final, les marchés ont connu un trimestre volatil, ponctué de sommets européens, d'élections et, fait nouveau, de mauvaises nouvelles en provenance de Chine.

Le cercle vicieux dans lequel sont enfermés les pays du Sud est bien connu : les banques, déjà fragilisées par le ralentissement économique et l'explosion de la bulle immobilière, voient leur bilan se dégrader. Elles sont de plus incitées à acheter de la dette d'Etats eux aussi mal en point. Les marchés anticipent donc un renflouement des banques par les Etats, ce qui dégrade les comptes publics, la qualité de la dette étatique et *in fine* le bilan des banques... Les taux espagnols sont ainsi montés à 7%, ce qui est insoutenable pour les comptes publics.

Le sommet européen de fin juin a enfin apporté une réponse. Le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) va pouvoir recapitaliser les banques, sans faire intervenir directement les Etats et donc préserver leurs comptes. Les marchés ont salué la nouvelle et ont terminé le semestre sur une note positive.

Hélas, le diable se loge dans les détails, particulièrement dans les textes européens aucune précision n'a encore été apportée sur la mise en place de ce mécanisme. Mme Merkel demande toujours des compensations à cette mise en commun des dettes bancaires, et l'utilisation de ce fonds est suspendue à l'accord de la Cour Constitutionnelle Allemande, en septembre.

Pour autant, ce dernier sommet européen a permis d'avancer, très légèrement, vers le fédéralisme et le ton est ainsi donné. Nous n'allons pas revenir ici sur la nécessité de la mise en commun de politiques budgétaires et des ressources mais rappeler que le temps presse et que l'Allemagne rentrera en campagne électorale début 2013. Le terrain sera alors peu propice à de grandes avancées fédérales.

Une illustration de la défiance des banques entre elles, est le montant des dépôts réalisés auprès de la BCE : suite au second LTRO de 500Mds, les banques ont préféré déposer ces liquidités auprès de la BCE plutôt que de faire leur métier et de les injecter dans l'économie ou les prêter à d'autres banques. Elles ont ainsi emprunté à la BCE 1000Mds à 1% pour ensuite déposer 800Mds à la BCE au taux très rémunérateur de 0.25%... Le taux de dépôt de la BCE, ramené à 0%, a incité les

banques à retirer la moitié de ces liquidités, mais il est encore trop tôt pour connaître leur future utilisation.

Comment expliquer une telle bizarrerie ?

La faillite de la 4^{ème} banque espagnole, Bankia, illustre bien la situation. Fin 2010, l'Etat espagnol fusionne 7 caisses d'épargne régionales, fragilisées par l'éclatement de la bulle immobilière. La banque passe avec succès en 2011 le *stress-test* des autorités européennes, ses comptes sont validés par la Banque d'Espagne et elle affiche fin février 300M de bénéfice pour 2011. 3 mois plus tard, cela se transforme en perte de 3Mds et elle est nationalisée pour faire face à un besoin de financement de plus de 23Mds€...

Comment est-ce possible ? Le point central est l'incapacité à évaluer correctement le bilan des banques. Il est très difficile de donner un prix aux prêts toxiques et autres créances douteuses qui plombent le bilan des banques d'Europe du Sud. Une évaluation stricte fait apparaître d'énormes pertes, lesquelles n'existaient comptablement pas une semaine avant. Devant cette impossibilité à comprendre un bilan bancaire et à l'évaluer correctement, le gouvernement espagnol a directement demandé au secteur privé de réaliser un audit de ses banques, jugeant sa propre banque centrale incapable de le faire ! On comprend mieux pourquoi les banques refusent de se prêter de l'argent entre elles et qu'elles attendent des jours meilleurs pour alourdir leur bilan de nouveaux prêts dont l'économie aurait bien besoin. La récession frappant l'Europe commence à faire augmenter le taux de défaut sur les prêts et chaque mois les banques espagnoles et italiennes passent des provisions supplémentaires pour faire face à leurs impayés. La situation continue donc de s'aggraver.

Sur le plan économique, le deuxième trimestre 2012 fait globalement apparaître un ralentissement structurel qui tend à perdurer pour le reste de l'année. Le FMI a déjà révisé à moins de 4% ses prévisions de croissance mondiale.

Les Etats-Unis affrontent une année électorale peu propice aux grandes réformes. Le débat sur la dette, aussi nécessaire qu'en Europe, n'a pas encore été abordé et il faudra attendre 2013 pour voir le Congrès et la Maison Blanche s'y attaquer. Les négociations pour le maintien des stimuli budgétaires, qui arrivent à échéance cet automne, vont être âpres et les marchés risquent de se faire peur pendant plusieurs semaines.

En attendant, c'est la FED qui fait le « boulot » et qui continue d'intervenir pour soutenir l'activité par un apport massif de liquidités, aux marchés et aux banques. La Banque Centrale Américaine a toujours une crainte sur la solidité de la croissance économique et regarde avec pessimisme la stagnation du chômage et la baisse des dépenses de consommation au 2^{ème} trimestre.

La Chine a été un nouveau facteur de crainte sur les marchés. La croissance a ralenti plus que prévu (sous les 8%) et a entraîné un froid dans les pays producteurs de matières premières (Brésil, Russie). Cet atterrissage de l'économie chinoise se fait malgré tout en douceur, et les énormes réserves de l'Etat chinois lui permettront, si nécessaire, de vite faire repartir la machine. La nouveauté, peu appréciée par les marchés, a été la légère instabilité politique du printemps : les rumeurs de coup d'Etat et autres changements brusques au sein du Politburo ont été une violente piqure de rappel sur la nature du régime. Les investisseurs attendent avec impatience la fin de la transition politique, qui doit intervenir cet automne. Un plan de relance est aussi espéré, via un soutien à l'immobilier et aux investissements des entreprises publiques. Cela pourrait être un soutien pour les actions au second semestre.

Les prix pétroliers diminuant, l'inflation se calme et devrait en Europe passer sous la barre des 2% au 2^{ème} semestre. Cette baisse, couplée au ralentissement économique, a favorisé la décision de la BCE de ramener son taux d'intérêt à 0.75% (plus bas historique). A noter que la majorité des banques centrales ont procédé à des baisses de taux cette année (Chine, Brésil, Inde, Corée,...).

Enfin, pour bien illustrer la morosité actuelle, l'Allemagne emprunte à 1.30% et les Etats-Unis à 1.50% : c'est le signe d'une très forte aversion au risque et d'anticipations de croissance très faible. Prêter à 10 ans aux Etats-Unis à un taux aussi bas correspond à anticiper le risque de stagnation économique et donc d'inflation nulle pendant de longues années, dans un scénario à la japonaise. La FED en a bien conscience et s'alarme de la faible progression des salaires, seul moyen de faire repartir la consommation (qui représente 75% de la croissance du pays). Dans le même ordre de considération, notons enfin que la France a emprunté pour la 1^{ère} fois à un taux d'intérêt négatif à 3 et 6 mois (c'est-à-dire que les investisseurs payent pour placer leurs capitaux auprès de l'Etat Français). Une situation qui prévalait déjà en Allemagne et dans les pays du nord.

Du côté des marchés, on a assisté à de fortes baisses des actions (sauf aux USA, où la recherche d'actifs en dollars a joué à plein : le S&P500 a limité sa baisse à -3% au 2^{ème} trimestre) : en Europe, le DAX perd 7.5%, l'Espagne 11% et la France 6.5%. L'indice européen Eurostoxx a pour sa part diminué de 8.5%. Le ralentissement de l'économie mondiale a eu une incidence sur tous les indices : Chine -8%, Brésil -20%. Parallèlement, suite à la baisse de la demande chinoise, le pétrole a perdu 21%. Alimentant la baisse, les premiers avertissements sur les bénéfices font leur apparition en Europe et aux Etats-Unis. Le ralentissement de la croissance mondiale commence à se faire sentir, les marges des entreprises étant à leurs plus hauts historiques, il semble difficile de les voir continuer à croître significativement. Des situations qui pourraient amener également des tensions sur la dette des entreprises, l'obligataire ayant, à nouveau, été le meilleur performeur du 1^{er} semestre et continuant à offrir, moyennant une sélectivité accrue (« *corporate investment grade, high yield* et émergents ») et une réelle diversification internationale, des rendements attractifs en termes relatifs.

En conclusion, les marchés ont, à très court terme, deux attentes : un plan de relance chinois et une nouvelle intervention de la FED. Les liquidités dirigent les marchés aujourd'hui, loin de toutes considérations macro ou micro-économiques.

A plus long terme, les sujets ne manquent pas : la lutte contre le déficit budgétaire US, le sauvetage de banques européennes (nationalisation ?), des *hair-cut* sur les dettes des pays d'Europe du Sud (comme pour la Grèce), la construction d'une Europe fédérale et le nécessaire choc de compétitivité pour relancer l'économie européenne. Autant d'incertitudes qui incitent toujours à la prudence mais ne doivent décourager la prise de risque qui s'avèrera certainement rémunératrice sur la distance.

Fini de rédiger le 17 juillet 2012.

FINANCIERE MJ ■ Family Office
est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune
Société de conseils en Investissements Financiers
Enregistrée sous le N° D003807 auprès de la CNCIF
Association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers

www.financiere-mj.com
info@financiere-mj.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 Financière MJ.