

LA LETTRE

de Financière MJ

N°35 /4^{ème} trimestre 2013.

Financière MJ-Family Office 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, gage de fiabilité, de professionnalisme et d'éthique.

Sommaire

HUMEUR.....	2
IDEES.....	2
<i>Il n'est de richesse que de famille</i>	
<i>Morning in Japan ?</i>	
<i>(A)trait hexagonal</i>	
<i>Médailles russes</i>	
<i>A bout de souffle</i>	
<i>Citoyen du monde</i>	
<i>Atout fiscal</i>	
NEWS.....	4
<i>Paris : paysage recomposé</i>	
<i>Mécénat : dixième bougie !</i>	
<i>L'Europe cash</i>	
<i>Vous avez dit crise ?</i>	
<i>AFFO (Association Française du Family Office)</i>	
PRATIQUE.....	5
<i>Hedge funds : bilan 2013</i>	
<i>AIFM</i>	
<i>Nuages sur le Dutreil ISF</i>	
<i>Les non-résidents au secours de la Sécu !</i>	
<i>Bruxelles : successions à la carte</i>	
<i>Vente de titres par des mineurs – précautions</i>	
CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES	7
<i>Ruée vers l'art</i>	
<i>Immobilier : micromarché mondial</i>	
<i>Marchés financiers : ne nous emballons pas !</i>	

HUMEUR

« Souvent, le toit que les hommes ont au-dessus de leur tête les empêche de grandir » (S. Jerzy Lec). S'émanciper de la dictature de l'immédiat permet d'apercevoir des possibles innombrables. C'est le gage d'un horizon prometteur.

La plus grande liberté naît de la plus grande rigueur disait Valéry. Libres observateurs d'un monde en effervescence, notre équipe, ses associés, se veulent aussi acteurs, dans la responsabilité, la confiance et la fiabilité, pour accompagner des familles qui bâtissent dans le temps, au-delà des contingences de l'instant.

Financière MJ a grandi avec ses clients, au fil des années, aux côtés de familles multi générationnelles qui s'appuient sur une relation de confiance forte, pour pérenniser, valoriser et transmettre. Un chemin en commun qui fait aujourd'hui de Financière MJ, son équipe et ses associés, un acteur de référence dans l'accompagnement à long terme de familles fortunées, en France et à l'international.

Un chemin qui exige de rester vigilant, de mesurer les risques et d'éviter les excès, dont l'emballlement de l'immobilier haut de gamme et de l'art, évoqués ci-dessous, sont, peut-être, l'illustration !

Rarement le monde aura connu autant d'emballlements et de changements rapides. Des changements qui sont autant d'opportunités que de risques, mais dans lesquels naviguer est difficile. La compréhension, mais aussi la mesure, telle est notre feuille de route pour donner à chacun de nos clients le confort et l'assurance d'être bien accompagné. Vaste programme qui suppose une fine compréhension, non seulement des techniques, mais aussi et surtout de l'environnement, de son organisation et de ses acteurs.

C'est donc forcément par un horizon long terme et une hauteur de vue, un recul dans l'analyse et une liberté dans le regard que le family office peut remplir une mission qui repose, avant tout, sur un lien de confiance réciproque.

Le temps est le seul qui peut forger ce ciment, socle de création de valeurs pour nos familles.

IDEES

Il n'est de richesse que de famille

A quelques exceptions près, les liens au sein des familles fortunées sont extrêmement forts. C'est ce que démontre une étude récemment menée par *Forbes*.

En termes d'affaires...

Plus de la moitié des particuliers très fortunés du Moyen-Orient font de leurs enfants leurs collaborateurs. C'est

aussi le cas en Inde pour 58% des personnes interrogées. Dans nombre de pays émergents, la fortune est en effet considérée comme une chose à partager, un héritage devant enrichir la famille, immédiate et élargie, un moyen de la rapprocher.

...Et de « non profit »

Impliquer sa famille dans des stratégies patrimoniales n'est pas sans défis et la mise en œuvre de projets philanthropique peut constituer un instrument idéal. Dans trois quarts des marchés étudiés, plus de 40% des grandes fortunes financent leurs propres œuvres de bienfaisance, ou en dirigent une ayant été fondée par un membre de leur famille. Aux Etats-Unis, 55% d'entre elles dirigent des fondations, et quand ce n'est pas le cas, près des trois quarts effectuent des dons importants. Au Royaume-Uni, cette proportion est encore plus importante (57%). En France, elle est de 58%, en Inde, de 48%. La Chine se singularise dans ce domaine, puisqu'à peine 7% des particuliers fortunés chinois ont une fondation, mais 35% effectuent des dons importants aux œuvres de bienfaisance. Dans ce pays, subsiste une grande hésitation culturelle face à la promesse de dons. L'âge aussi entrerait en ligne de compte. Selon la liste Hurun, les milliardaires chinois, avec une moyenne d'âge de 39 ans, sont au moins de quinze ans plus jeunes que leurs homologues du reste de la planète, et par-là beaucoup moins mûrs pour le don. Mais les choses pourraient bien changer : après la visite de W. Buffet et B. Gates en Chine en 2010, certains semblent avoir pris une autre direction, comme en témoigne cet entrepreneur dans le secteur du recyclage, dont la fortune est estimée à plus de \$400M et qui a annoncé qu'il prévoyait d'en faire don de manière désintéressée.

Morning in Japan ?

Le Japon amorce-t-il un nouveau départ ou bien assiste-t-on à une fausse aurore ? Personne, pas même le Premier ministre, Shinzo Abe, ne peut donner une réponse définitive.

En japonais, le mot « keiki » (conditions économiques) contient le caractère « ki », signifiant « esprit ». Keynes soulignait l'importance des « esprits animaux » sur les décisions des entrepreneurs et des consommateurs, lesquelles « procèdent plus d'un optimisme spontané que d'une prévision mathématique ». Faire évoluer le climat psychologique n'est jamais facile, mais c'est toutefois chose possible. Au cours des dernières années, des signes de changement progressif sont apparus, parmi lesquels la hausse du taux de fécondité et la baisse du nombre de suicides. Le premier, qui avait atteint un creux de 1,26 en 2005, a augmenté pendant sept années consécutives et se situe désormais à 1,41. Quant au nombre de suicides, il est tombé, en 2012, au-dessous de 30 000 pour la première fois en quinze ans. Jusqu'en 1997, année de la première crise bancaire et l'apparition de la déflation, le nombre de suicides était resté stable à un peu plus de 20 000. Il a ensuite bondi de près de 50% en deux ans.

Historiquement, la société japonaise réagit aux traumatismes par des périodes de renforcement de son identité et de forte croissance. Ainsi l'arrivée des navires noirs de Matthew Perry a-t-elle déclenché l'ère Meiji et la défaite de 1945 a naturellement impulsé la reconstruction et le miracle économique. Au cours des dernières années, le Japon a subi des chocs violents, ce qui pourrait conduire nombre de Japonais à reconsidérer leurs priorités personnelles. Les conditions semblent pourtant bien différentes aujourd'hui, s'agissant d'une société mature, avec un niveau de vie élevé.

Dans ce contexte, le Premier ministre a lancé un ensemble de mesures, surnommées *Abenomics* (clin d'œil aux *Reaganomics*), destinées à résoudre les problèmes macroéconomiques du pays. Leur objectif est de redonner une dynamique de croissance plus robuste à l'économie à travers la politique monétaire, la politique budgétaire et des stratégies de croissance économique pour encourager l'investissement privé. Si Reagan n'avait probablement pas une grande maîtrise de la théorie économique, il savait ce qu'il voulait atteindre : rendre l'Amérique à nouveau fière d'elle, même après les catastrophes du Vietnam, le *Watergate* et la crise iranienne. L'optimisme économique («*morning in America*») faisait partie d'un programme visant également le redressement de la confiance en soi d'une nation ébranlée. Reste à savoir si les Japonais seront réceptifs.

(At)trait hexagonal

Une étude a été menée, sur 59 nations, concernant leur capacité à faire face aux incertitudes du futur, selon laquelle, dans l'ordre, la Suède, l'Australie, la Suisse, le Danemark et la Norvège sont les mieux placés pour négocier avec succès l'avenir. Les Etats-Unis se placent en 9^{ème} position. La France en 19^{ème}. Juste après elle, la Belgique. La Chine arrive en 48^{ème} position, avant la Russie, à la 55^{ème} place. L'étude prend en compte, dans sa méthodologie, trois grands agrégats d'indicateurs :

- Les indicateurs environnementaux, comme les sources et les dépenses d'énergie, la biodiversité, les émissions de CO2, les risques liés à l'environnement. Ce premier groupe constitue 15% de la pondération.
- Les indicateurs sociaux, ensuite, se disputent 25% de l'appréciation. Ils ont noms éducation, niveau de bien-être, travail, égalité, espérance de vie, nombre de grèves, participation des forces de travail aux décisions.
- Enfin, le troisième agrégat, pondéré à 60%, tourne autour de la gouvernance et englobe des thématiques aussi diverses (mais essentielles) que le système judiciaire, le niveau de corruption, la politique monétaire, le cadre légal de l'exercice des affaires, le niveau des inégalités, les règlements sur la transparence, le capital humain, le capital financier, les réglementations relatives aux retraites,...

C'est sur ce dernier ensemble que la France connaîtrait des difficultés, par sa difficulté à se réformer...

Mais trêve de *French bashing* ! Nos atouts économiques sont nombreux et solides et même les (nombreux) adeptes du dénigrement l'admettent. Au pays des 35 heures (une étude a d'ailleurs récemment indiqué que la durée moyenne de travail hebdomadaire est en fait de 39,5h) et de la taxe à 75%, les multinationales continuent d'investir. Au rang des charmes de l'Hexagone, ne figurent pas seulement les croissants, les infrastructures ou sa localisation, au cœur de l'Europe. Les dirigeants des filiales étrangères mentionnent d'excellentes formations (les Français comptent ainsi parmi les meilleurs informaticiens) et un rapport à l'innovation remarquable !

Médailles russes

Serait-ce pour tenter de redorer le blason d'un évènement fortement terni par des atteintes aux libertés ? Lors des prochains JO d'hiver à Sotchi, en Russie, 1.300 médailles seront distribuées. La facture totale pour l'ensemble de ces médailles devrait atteindre \$10M ! Les médailles d'argent - 530 grammes - seraient constituées d'argent à 100%. La médaille d'or sera, elle aussi, en argent, mais plaquée de 6 grammes d'or. La composition de certaines des médailles de Sotchi 2014 mérite même un clin d'œil : sept d'entre elles contiendront un morceau du météore de Tcheliabinsk, en souvenir du bolide qui s'est désintégré au sud de l'Oural, le 15 février dernier. On n'en sait pas davantage, en revanche, sur la pureté de l'argent !

A bout de souffle

Cette année, nous avons consommé dès le 20 août les ressources que peut produire durablement la planète pendant une année. Quelle que soit l'imprécision du calcul, il est clair que nous (pays industrialisés) vivons au-dessus de nos moyens. Nous ne sommes plus capables de maintenir notre niveau de vie sans consommer une partie du capital qu'il nous faut transmettre aux générations futures. Tout cela, reconnaissons-le, est dur à entendre dans un contexte économique où les soucis immédiats ne laissent guère de place au long terme. Il faudra pourtant s'y résoudre : la question écologique est un des plus grands défis qu'ait eu à affronter l'humanité. Qu'on le veuille ou non, elle dominera le siècle.

Mais la prise de conscience est certaine, même dans les milieux où ne l'attendait pas : en 2013, le label ISR de Novethic, la filiale de la Caisse des Dépôts spécialisée dans l'investissement socialement responsable (ISR) et la responsabilité sociale des entreprises (RSE), a été attribué à 104 fonds. Par ailleurs, le nouveau Label Vert, « qui atteste des bénéfices environnementaux de ces placements et garantit une explication claire sur leur objectif environnemental », a été attribué à 6 fonds sur 8 candidats.

Citoyen du monde

De par son patrimoine et la sensibilité élargie de ses champs d'action, le particulier fortuné constitue le stéréotype du citoyen international : il y a en effet de fortes chances qu'il ait plusieurs résidences et qu'il fasse affaire à travers le monde. Néanmoins, la grande majorité des particuliers très fortunés résident dans le pays dont ils sont ressortissants. Dans deux tiers des marchés étudiés (*Forbes*), plus de 90% des grandes fortunes vivent et sont citoyennes du même pays. Au Mexique et au Moyen-Orient, les particuliers vivent et résident dans ces régions, comme aux Etats-Unis, où le pourcentage atteint même 97%. L'exception la plus notable reste Hong Kong, qui maintient par là son statut de refuge, avec 28% de grandes fortunes citoyennes et résidentes de pays différents. Au Royaume-Uni, où les fortunes originaires d'autres parties du Commonwealth résident souvent, 17% des grandes fortunes ne sont pas citoyennes et résidentes du même pays. Enfin, et de façon relativement contre intuitive, en France, pas moins de 91% des particuliers fortunés demeurent citoyens et résidents.

Atout fiscal

Les pays affichant les taux d'imposition les plus élevés peuvent malgré tout figurer parmi les plus attrayants fiscalement. Des chercheurs allemands ont constitué un indice d'attrait fiscal, constitué à partir de 16 composantes comme le taux d'imposition normal, la taxation des dividendes et des plus-values, les prélèvements à la source, l'existence d'un régime de fiscalité pour les groupes, le réseau de traités pour éviter la double imposition, ainsi que les règles d'imposition du capital et celles applicables dans le cas de filiales à l'étranger. L'indice d'attrait fiscal a été constitué pour cent pays sur la période 2005-2009. Sans surprise, les pays les plus attrayants sont les Bahamas (0,8125), Les îles Caïman (0,7813) et les îles Vierges britanniques (0,7739). La France a un indice de 0,5320, finalement peu éloigné de la Suisse (0,5981), et de l'Angleterre (0,5913), mais très supérieur à celui des US (0,2432).

NEWS

Paris : paysage recomposé

Pour la première fois, l'ensemble du patrimoine de Paris a été estimé (La Lettre n°34) : il s'élève à plus de... €700Mds (soit le PIB des Pays-Bas). A elle seule, la cohorte des copropriétaires possède 48 439 immeubles, soit plus de la moitié des bâtiments de la capitale. Le clergé n'en possède plus « que » 0,3%, contre 55% il y a 300 ans. Même si le diocèse et les congrégations conservent de beaux restes (propriété de 1,3 hectare autour de l'Observatoire), ils n'en finissent pas de céder du terrain : entre 1950 et 1985, l'Eglise a ainsi perdu 30% de son patrimoine. Les propriétaires d'immeubles, parfois

derniers maillons de vieilles dynasties, sont les grands perdants des évolutions de la société : ils possédaient encore plus de 90% du total du parc au début du XXème siècle et n'en détiennent à présent que 16%. Quant à la ville de Paris elle-même, forte d'un patrimoine très hétéroclite (musées, théâtres, mairies, églises construites avant 1905), elle détient 200 000 logements sociaux et, au total, 7 800 immeubles. Mais les plus gros propriétaires sont désormais les Parisiens eux-mêmes. Depuis la Libération, leur progression a été fulgurante : de 6 000 en 1950, ils sont passés à 900 000 en 2013 !

Enfin, la valorisation de certains « biens » a été actualisée, comme l'Elysée (€1,17Mds), l'hôtel Matignon, le ministère de la Justice, l'Opéra Garnier, le musée du Louvre (€7,54Mds) et le jardin du Luxembourg.

Mécénat : dixième bougie !

D'ordinaire, peu de lois sont célébrées. La loi Aillagon, qui a donné naissance à l'un des dispositifs fiscaux les plus attractifs au monde en matière de mécénat, vient de faire exception en fêtant ses dix ans. Il est vrai que son succès est indéniable : plus de 32 000 entreprises et 5,4 millions de foyers fiscaux utilisent aujourd'hui ses avantages, contre respectivement 2 000 et 1,1 million il y a dix ans.

Le texte a permis aux fondations d'apprendre à travailler avec les pouvoirs publics pour devenir des « incubateurs d'innovation sociale ». Fin 2007, la France comptait 1 452 fondations. Fin 2012, elle ne recensait pas moins de 3 220 fondations et fonds de dotation. Ces structures ont en outre élargi leur champ d'intervention, leurs appels à projets favorisant la remontée d'idées neuves. Dans les fondations des multinationales, les bonnes pratiques s'échangent d'un pays à l'autre, surtout en matière de solidarité internationale.

Le mécénat d'entreprise est l'un des principaux contributeurs dans le domaine culturel, avec un tiers d'entreprises mécènes. Grâce à lui, les collections publiques se sont enrichies et l'avantage spécifique pour l'achat par l'Etat de trésors nationaux (90% de déduction accordés à l'entreprise mécène) a permis de conserver des chefs d'œuvre sur le territoire. Une nouvelle philanthropie se développe, du don classique à l'investissement, avec prise de participation dans des entreprises sociales. Ces évolutions sont facilitées par l'apparition d'une nouvelle génération de mécènes influencés par la culture anglo-saxonne, plus prompts à appliquer les règles de gestion entrepreneuriales aux organismes qu'ils choisissent de soutenir.

Tout cela ne doit pas faire oublier le mécénat des particuliers, qui se développe également par de nouveaux canaux, comme les plates-formes de financement participatif. C'est ainsi que *les Trois Grâces* de Lucas Cranach sont entrées au Louvre grâce au concours de plus de 7 000 donateurs.

L'Europe cash

Selon les chiffres de la BCE, la valeur totale de ses billets s'élève aujourd'hui à €918Mds. Rapporté aux 334 millions de la population de la zone euro, cela représente en moyenne 2 750€/ personne ! Plus étonnante encore est la circulation fiduciaire : la quantité d'euros a bondi de 34% en cinq ans, depuis septembre 2008 et la faillite de Lehman Brothers. À l'évidence, la BCE, comme la Fed, a fait tourner la planche à billets !

Vous avez dit crise ?

Cinq ans après l'éclatement de la crise financière, les personnes les plus riches des Etats-Unis ont finalement récupéré ce qu'elles avaient perdu, selon *Forbes*: La fortune cumulée des 400 Américains du classement s'élève ainsi à \$2 000Mds, une somme qui correspond environ au PIB de la Russie ! Au total, 314 milliardaires ont vu leurs revenus augmenter, 30 seulement sont moins riches que l'an dernier, et 22 ont une fortune inchangée. La valeur nette moyenne de ces supers riches est de \$5Mds, et il fallait cette année une fortune de \$1,3Mds minimum pour entrer dans cette liste très fermée. 10% de ces milliardaires sont nés en dehors des Etats-Unis, 273 sont des *self-made* milliardaires, 71 ont hérité de leur fortune et 56 en ont hérité au moins partiellement et continuent à la faire prospérer. Le *Global Wealth Report* de Crédit Suisse montre quant à lui un accroissement de 4,9% sur un an de la richesse globale des ménages, à \$241 000Mds. Le nombre de millionnaires dans le monde devrait passer de 31,7 à 46,7 millions entre 2013 et 2018. Par pays, les Etats-Unis concentrent encore en 2013 près de la moitié des particuliers les plus fortunés (*ultra high net worth*), dont le patrimoine dépasse les \$50M. La Chine, deuxième, reste loin derrière (5,9%). La France se classe au septième rang.

AFFO (Association Française du Family Office)

Début décembre se tiendront les Rencontres Annuelles de l'Association Française du Family Office, sur le thème de « L'humain au cœur de l'entreprise familiale ».

Cette journée sera ainsi l'occasion du lancement du livre blanc « Education et Formation » et de la remise du « Prix de l'AFFO ».

PRATIQUE

Hedge funds : bilan 2013

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

Les *hedge funds* ont tiré leur épingle du jeu en affichant des performances généralement positives depuis le début de l'année. À fin juillet, deux des principaux indices non investissables (*HFRI Fund Weighted Composite Index* et Crédit Suisse *Hedge Fund Index*) ont respectivement progressé de 4,76% et de 4,59%. Concernant les performances des indices de fonds de fonds, l'*Edhec Risk*

Funds of Funds Index, le plus représentatif de cette catégorie, a dégagé une performance de 4,44% sur la même période, soit sensiblement la même chose. Cette année, il n'y a donc pratiquement pas de différence entre les indices de *hedge funds* et les indices de fonds de *hedge funds*, alors qu'habituellement, les premiers affichent des performances supérieures aux seconds en raison de leur flexibilité accrue et de leur meilleure réactivité. D'autre part, la majorité des stratégies de *hedge funds* ont atteint leur plus haut historique cette année, et presque toutes affichent des performances positives depuis fin 2007.

Dans l'ensemble, le bilan de l'industrie est, pour l'heure, relativement positif, avec des actifs globaux qui, à fin juin 2013, s'élèvent à plus de \$2,4Mds et que le nombre de *hedge funds* dépasse 10 000 pour la première fois depuis 2006.

Mais le renforcement des contraintes réglementaires, les limitations en matière de levier, la prudence des investisseurs, dont le corolaire est une exigence de transparence inimaginable avant la crise de 2008, sont autant d'éléments qui continuent de refaçonner cette industrie dont le rôle et l'utilité ne peuvent être niés, mais qui ne constitue plus l'eldorado qui faisait tellement fantasmer à l'aube du millénaire. Beaucoup plus corrélés aux grands mouvements, ils ne peuvent non plus prétendre à cet objectif illusoire de l'« *absolute return* », mais offrent cependant une réelle diversification, face aux classes d'actifs classiques. La notion de risque s'est élargie et inclut maintenant des critères comme la liquidité ou l'adéquation de l'actif et du passif, qui sont autant d'éléments d'appréciation de ces véhicules, qui ne s'aventurent d'ailleurs plus à promettre des rendements mirobolants !

AIFM

La directive AIFM (*Alternative Investment Funds Managers*) vient enfin d'être transposée en droit français par une ordonnance et un décret en Conseil d'Etat adoptés en Conseil des ministres le 24 juillet. Publiée le 1^{er} juillet 2011, la directive 2011/61/CE dite AIFM a pour objectif d'établir un cadre réglementaire commun à tous les gestionnaires de fonds n'entrant pas dans le champ de la directive Ucits/OPCVM (fonds à vocation générale, fonds alternatifs et fonds de fonds alternatifs, FCPR, OPCV,...) et confère un passeport permettant une commercialisation plus aisée auprès des investisseurs professionnels européens.

Nuages sur le Dutreil ISF

L'exonération partielle d'ISF sur 75% des titres objets d'un pacte Dutreil, est normalement subordonnée à des conditions de conservations des titres : la conclusion, par au moins deux associés, d'un engagement collectif de conservation d'au moins deux ans, à l'issue duquel les signataires du pacte sont soumis à une obligation

individuelle de conservation des titres, l'exonération n'étant acquise qu'au terme d'un délai global de conservation de six ans. Les associés de l'engagement collectif peuvent normalement effectuer entre eux des cessations ou donations de titres soumis à l'engagement. En effet, la circulation des titres entre les seuls signataires ne doit pas remettre en cause la validité du pacte.

Cependant, une réponse ministérielle du 13 août est venue indiquer que, dès lors qu'un signataire cède un seul de ses titres en cours d'engagement collectif, il perd le bénéfice de l'exonération partielle d'ISF au titre de l'année en cours ainsi qu'au titre des années précédentes, pour lesquelles l'exonération s'est appliquée, et cela pour la totalité des titres détenus inclus dans le pacte, y compris donc pour les titres qu'il a conservés !

Cette réponse est a priori contraire au texte même de la loi, lequel autorise expressément les circulations de titres entre signataires du pacte sans remise en cause de l'exonération partielle. Jusqu'à présent, la doctrine administrative ne visait que les cessions à des tiers.

Les pactes Dutreil ISF concernent aujourd'hui 15 000 personnes et réunissent parfois plusieurs centaines d'actionnaires familiaux, pour qui l'application d'une telle réponse serait synonyme de désastre. A l'heure où l'entreprise familiale révèle sa solidité malgré les crises, il serait particulièrement mal venu que cette position se voit confirmée.

Les non-résidents au secours de la Sécu !

Le nombre de non-résidents qui réalisent une acquisition immobilière en France aurait diminué de 29% en 2012, et pour cause. Depuis août 2012, la loi soumet leurs revenus fonciers et plus-values immobilières aux prélèvements sociaux. La commission européenne, saisie de cette mesure, a lancé une procédure d'infraction portant sur les revenus fonciers. Une autre demande portant sur les prélèvements sociaux supportés par les plus-values est en cours d'instruction. Selon la Commission, les prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine sont affectés spécifiquement et directement au financement de la Sécurité sociale en France et par conséquent ne peuvent être prélevés sur les revenus du patrimoine de personnes physiques non fiscalement domiciliées en France et soumises à la législation fiscale d'un autre Etat-membre. Si la France n'en tient pas compte, elle fera l'objet d'une mise en demeure, suivie de sanction si aucune mesure rectificative n'est apportée.

Le législateur français, qui s'était basé sur le principe de la fiscalité immobilière, en vertu duquel la situation géographique de l'immeuble détermine la fiscalité applicable, devrait, probablement, revoir sa copie. Mais, pour l'heure, l'administration est toujours fondée à percevoir CSG et CRDS sur PV et revenus immobiliers des non-résidents.

Bruxelles : successions à la carte

On recense 450 000 successions internationales à l'intérieur de l'UE. Ce chiffre pourrait progresser en tenant compte de tous ceux, probablement plus nombreux qu'on ne croit, qui souhaitent déshériter des enfants avec lesquels ils sont brouillés, ou qui veulent pouvoir léguer l'intégralité de leur fortune à une cause qui leur est chère.

En effet, dès 2015, les Français vont pouvoir faire jouer une modification de la réglementation européenne pour disposer plus librement de leur patrimoine. Le texte révolutionne en effet les régimes de succession des 28 Etats-membres. Il prévoit qu'au décès d'un citoyen de l'UE, les règles qui encadrent une succession sont celles de l'Etat où il résidait et non celle de son pays d'origine.

De façon générale, les pays du Sud, de droit civil, sont adeptes de la réserve héréditaire. Les enfants et le conjoint sont protégés non seulement en France, mais en Espagne, au Portugal, en Italie ainsi qu'en Allemagne. Pour les pays dont le droit est issu de la *common law* anglo-saxonne, ils laissent volontiers les testateurs libres de leur choix. De l'autre côté de la Manche, en effet, la réserve héréditaire n'existe tout simplement pas ! Un Français installé en Angleterre, en Ecosse, au Pays de Galles et en Irlande du Nord, pourra donc avantager, par testament, les personnes de son choix sans que ses enfants puissent y trouver à redire. Il pourra également priver un ou plusieurs de ses enfants de tout héritage. Idem pour le conjoint, nettement moins protégé par la loi britannique puisqu'il n'a droit qu'à un dédommagement financier fixé par un juge et, de surcroît, plafonné.

La nouvelle réglementation n'est appelée à couvrir que le traitement civil de la succession. Son traitement fiscal, lui, reste identique et est du ressort de chaque Etat. Si un exilé fiscal britannique transmet ses biens à des Français et que le trésor britannique perçoit des droits, le fisc français réclamera aux héritiers français la différence entre les droits déjà versés et ceux qu'il a calculés. Comme quoi, il est plus difficile d'échapper au fisc qu'à sa famille !

Vente de titres par des mineurs – précautions

La transmission d'entreprise par le jeu de la donation avant cession est une technique efficace pour réduire le montant de l'impôt de plus-value dû sur la cession. En présence d'un ou plusieurs enfants mineurs, le risque est cependant de paralyser le processus de vente. En effet, si l'on raisonne par renvoi des règles applicables en matière de tutelle des majeurs, les parents devraient, préalablement à la cession, provoquer la réalisation d'une mesure d'instruction ou recueillir l'avis d'au moins deux professionnels, afin de s'assurer que la vente projetée se fait bien dans l'intérêt du mineur. En pratique, cela peut souvent s'avérer incompatible avec les impératifs de réactivité et de confidentialité propres à certaines situations. C'est pourquoi il peut être opportun de désigner, dans l'acte de donation, un tiers administrateur

et d'en définir les pouvoirs. Il pourra ainsi, notamment, représenter les enfants mineurs lors de la cession et veiller au emploi des fonds dans leur intérêt.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

L'art et l'immobilier ont en commun un emballement du haut de gamme sans précédent. Il résulte d'un accroissement historique du nombre de particuliers fortunés dans les pays émergents, soucieux de reconnaissance par ces symboles que sont l'art et l'immobilier de luxe. Alors que, dans ces marchés, l'offre est par définition moins évolutive que la demande. Jusqu'où un tel phénomène peut-il aller ? La prudence s'impose.

Ruée vers l'art

Le marché de l'art contemporain international semble vivre dans une bulle, à l'écart de l'économie mondiale. Les sommes en jeu sont colossales et, tout comme les artistes, les collectionneurs sont mondialisés. Par leur mécénat, leurs prêts d'œuvres, leur présence dans les *boards* des musées et leurs fondations, les grands collectionneurs font la pluie et le beau temps sur le marché de l'art contemporain et rivalisent dans cette « Ruée vers l'art » (titre d'un film sorti récemment). Véritables amateurs, spéculateurs, hommes d'affaires en quête d'un supplément d'âme ou d'un statut social à travers l'art,... si les profils de ces « méga collectionneurs » divergent, ils n'en forment pas moins un cercle très fermé, comptant une centaine de personnes, dont les achats sont scrutés par un aréopage de suiveurs, pour qui la provenance d'une œuvre compte presque autant que la signature de l'artiste.

Leur terrain de jeu est à leur (dé)mesure : alors que de plus en plus de « petites » galeries se voient contraintes de fermer, les « grandes » ouvrent des espaces de plus en plus grands et de plus en plus nombreux. Depuis deux ans, les inaugurations de nouveaux lieux se sont multipliées : Hauser & Wirth (Zurich, Londres, New York), Gagosian l'Américain (huit succursales sur la planète), David Zwirner l'Allemand de New York et Londres, Thaddaeus Ropac l'Autrichien de Paris et Salzbourg et enfin Emmanuel Perrotin (Paris, Hong Kong et New York).

La planète de l'art branché s'échauffe pour une poignée de noms à la mode. Si certains artistes commencent à être sanctionnés par le marché, comme les œuvres récentes de Damien Hirst, désormais difficile à vendre, des noms très en vue attirent la demande. C'est par exemple le cas d'un peintre d'origine colombienne vivant à New York, Oscar Murillo (né en 1986), dont le style oscille entre graffiti et « *combine paintings* » de Rauschenberg. Il y a deux ans, ses toiles se négociaient autour de 3 000\$. En juin, à Londres, une de ses peintures a été vendue aux

enchères près de 300 000€, confirmées en septembre par une adjudication du même niveau chez Phillips.

Le marché semble donc bien loin de s'essouffler, comme en témoigne la vente du triptyque de Bacon, *Trois études de Lucian Freud*, adjugé \$142,4M (€105,9M) le 12 novembre à New York, ce qui en fait l'œuvre la plus chère de l'histoire.

C'est dans cette ambiance de course folle aux plus-values, aux mètres carrés d'exposition, aux chiffres d'affaires colossaux et aux artistes « *bankable* » que s'est tenue la quarantième Foire internationale d'art contemporain (Fiac), devenue un des grands passages obligés dans l'échiquier mondial des foires.

Il peut être utile de questionner le sens de ces grandes manifestations. À l'heure où le marché de l'art se dématérialise et où le contexte économique est marqué par la crise et les réductions budgétaires, ces grands salons, volets commerciaux de la diffusion internationale de l'art, ne sont-ils pas dépassés ? Quand les verrons-nous proposer des visites et des transactions en ligne ?

Pour survivre dans le contexte économique actuel et rester dans la course, pour demeurer des rendez-vous inévitables du marché de l'art, pour poursuivre leur « *surfing* » commercial, ces manifestations devront probablement évoluer et trouver de nouveaux modes d'interaction. A moins que l'art ne redevienne exception...

Immobilier : micromarché mondial

Rarement, on aura constaté une telle divergence entre catégories de marché. Et géographiquement, les écarts s'accroissent aussi, portant les stigmates des crises (de la zone Euro tout particulièrement).

Ainsi en France, où, si aucune baisse violente n'a encore emporté le marché, le résidentiel stagne (et craint la chute), le bureau pâtit de la situation délicate des entreprises, le commercial, d'une consommation à la peine. Pendant que le haut de gamme s'arrache à des prix souvent stratosphériques, à peine tempérés par les incertitudes récentes.

Pas évident cependant d'être classifié bien de prestige ! Pour se positionner sur ce secteur, il faut évidemment un bien exceptionnel (taille, aménagement, histoire,...), mais également que celui-ci soit situé dans une ville au rayonnement international. Or, seule une dizaine de villes dans le monde réunit ces ingrédients. Et le marché du luxe n'y occupe qu'une infime partie du parc immobilier. Cette offre limitée rend assez illusoire une désinflation sur ce segment du très haut de gamme : la demande est en constante progression, l'essentiel des biens immobiliers de prestige se trouve en Europe, la clientèle est principalement issue des pays émergents, elle ne subit donc qu'indirectement les effets de la crise de la zone euro.

Monaco est considérée comme la ville la plus chère du monde, selon Knight Franck. Le prix d'un logement de luxe dans la principauté est estimé en moyenne entre 43 400 et 48 000€ le mètre carré. C'est plus de deux fois le prix moyen à Paris pour les mêmes types de biens (environ 20 000€) et le marché immobilier monégasque connaît une croissance continue (+2% en 2012), même si elle est désormais moins rapide que celle d'autres villes comme Hong Kong ou Londres (+8,7%). Mais ces prix moyens masquent en réalité l'émergence de produits « d'hyper luxe » comme le projet de la Tour Odéon, un gratte-ciel de 170 mètres de haut et de 49 étages comprenant à son sommet un *penthouse* de 3 300 m² sur cinq niveaux, une piscine et la plus belle vue de la côte. Prix estimé : €300M, soit plus de 90 000€/ m², un record. A défaut de pouvoir en devenir propriétaire, cet objet d'exception ne peut que laisser rêveur.

A New York, la reprise de l'immobilier de luxe s'accélère aussi et les annonces à prix déliants se multiplient, comme celle de la fameuse *River House*, ayant abrité le club éponyme. Cette demeure de plus de 5.760 m², située en plein Manhattan est mise en vente pas moins de \$130M. Evidemment, il ne s'agit que d'une mise en vente, et nul ne sait si de tels biens parviendront à trouver preneur. Mais la pierre new-yorkaise est très appréciée des acheteurs étrangers, qui y voient une valeur refuge. Dans ce domaine, les Français ne sont pas en reste. Ils sont ainsi 20 à 30% de plus à frapper à la porte des grandes agences. L'ensemble du marché immobilier de luxe de Manhattan affiche ainsi une forme éclatante. Au troisième trimestre, les ventes de biens de prestige s'y sont envolées de 30% sur un an. Les prix, de leur côté, ont grimpé de 2% au cours de la même période, à 22 112\$ le mètre carré.

Pour les résidences secondaires, la Côte d'Azur s'installe à la première place des destinations les plus prisées. Si les prix se sont stabilisés en même temps que la peur des réformes s'est dissipée, les transactions sont pourtant bien au-dessous de leur niveau maximal. En cause : la frilosité de certains propriétaires à mettre leur bien en vente avant la fin de la crise de la zone euro. Plus préservée que d'autres destinations en vue, Saint-Jean-Cap-Ferrat, protégé et sécurisé, mise sur sa discrétion. Les Alpes françaises ne sont pas en reste. Courchevel se classe 19^{ème} destination la plus courue. Le classement ne prend pas seulement en compte les valeurs immobilières mais aussi l'offre de loisirs, le climat et les attractions proposées.

Du côté de l'immobilier commercial, Pour la deuxième année consécutive, *Causeway Bay*, à Hong Kong, conserve son rang d'artère commerçante la plus chère au monde (le mètre carré s'y loue en moyenne 24 983€ à l'année, en hausse de 14,7%). Elle devance une fois de plus la 5^{ème} Avenue à New York, dont elle a ravi la première place en 2012. Les Champs-Élysées se situent en troisième position, les loyers y ont progressé de 38,5%

cette année. New Bond Street (Londres) et Ginza (Tokyo) se classent respectivement quatrième et cinquième.

Marchés financiers : ne nous emballons pas !

Un trimestre encore une fois porteur pour les actifs financiers. Après le début de panique créée par la FED en juin (fin de son programme de rachats d'actifs et futures hausses de taux) les marchés sont repartis fortement à la hausse.

Aux Etats unis, le calendrier des nouvelles mesures de la FED a été précisé, pour le plus grand bonheur des marchés : l'arrêt d'injection des liquidités sera progressif et débutera seulement en 2014. La hausse des taux ne devrait pas intervenir avant 2015. Cela laisse donc le temps de profiter encore un peu de cette politique monétaire ultra-accommodante.

La nomination par le président Obama de Janet Yellen à la tête de la FED a également aidé le marché, cette dernière étant considérée comme une colombe qui devrait suivre les pas de Bernanke, loin de l'orthodoxie habituelle des banquiers centraux, en accordant la priorité à la diminution du chômage et à la croissance économique.

La lutte contre la désinflation, et non contre l'inflation, est le nouveau paradigme des banques centrales occidentales, qui reporte ainsi de plusieurs trimestres la hausse des taux. La fin des injections de liquidités en abondance dans l'économie n'est donc pas pour aujourd'hui. Car malgré un environnement économique en amélioration (forte croissance estimée au 3^{ème} trimestre), le chômage reste élevé, l'investissement ne repart pas suffisamment, l'immobilier stagne malgré quelques indicateurs encourageants (handicapés par la hausse des taux long après la panique de juin) et l'inflation est toujours aussi faible.

Dans un contexte aussi euphorique de liquidités abondantes et quasi-gratuites, l'épisode tragi-comique de la fermeture du gouvernement fédéral américain et du possible défaut de la dette américaine est passé presque inaperçu sur les marchés. Si elle a beaucoup intéressé les médias de toute la planète, toujours avides d'expliquer que la fin du monde est proche, les marchés se sont concentrés sur ceux qui, aujourd'hui, dirigent réellement la politique économique mondiale : les banquiers centraux. En effet, en prévision de ce blocage, la FED avait annoncé quelques jours auparavant qu'elle ne changerait rien à sa politique en 2013 : cela a suffi au marché pour passer, sans secousse, cet épisode, les taux d'intérêts américains ayant continué leur baisse dans un contexte médiatique qui anticipait la faillite des USA.

Pour autant, la paralysie du gouvernement a des conséquences sur l'économie réelle : en plus des salaires non versés aux fonctionnaires fédéraux, le climat de peur bloque la consommation des ménages et l'absence de visibilité à moyen terme (pas de budget fédéral voté

depuis 5 ans !) freine l'investissement. Un membre de la FED a réagi, de façon très inhabituelle, en critiquant la classe politique qui plomberait l'économie américaine et irait à contre-sens des efforts de la banque centrale pour soutenir la croissance. Le problème n'ayant été que reporté par l'accord de dernière minute, Républicains et Démocrates doivent encore une fois se mettre d'accord début 2014, année électorale qui, peut-être, les fera revenir à la raison. Mais cela restera un épiphénomène pour les marchés, tant que la FED « fera le boulot ».

En Europe, même si les niveaux de chômage restent à des niveaux historiquement élevés, la situation semble se stabiliser et même s'améliorer. La bonne surprise vient de l'Espagne qui après 9 trimestres consécutifs de récession a connu au 3^{ème} trimestre une croissance positive. Les réformes structurelles douloureuses entreprises en Europe du sud commencent à porter leurs fruits.

A l'inverse, la situation française déçoit avec un 3^{ème} trimestre négatif (mais qui suit, il est vrai, un 2^{ème} trimestre étonnement robuste). Il faudra surveiller de près les indicateurs de consommation qui, s'ils flanchaient, mettrait définitivement à l'arrêt la puissante machine économique hexagonale...et pourrait même relancer la crise de l'Euro.....

La croissance européenne pourrait être par ailleurs aidée par l'Allemagne. Les élections conduisent à un gouvernement de coalition qui reprend la demande phare du SPD, la création d'un salaire minimum. Ce projet a été à demi-mot poussé par le FMI, les Etats-Unis et la Commission Européenne qui s'inquiètent d'une Europe à 2 vitesses et ont critiqué, début octobre, la faiblesse de la demande intérieure allemande. La Commission Européenne a même, chose inédite, lancé une enquête sur les surplus commerciaux de l'Allemagne (qui représentent 7% de son PIB (principalement réalisés avec ou contre ses partenaires de l'UE) : elle considère que les pays du sud font les efforts nécessaires à leur redressement mais que, sans locomotive puissante, l'UE ne pourra pas s'en sortir. Or la plus grande économie du continent est le seul pays qui dispose de marges de manœuvre pour augmenter sa consommation, via des hausses salariales. Il est paradoxal que la Commission tance le meilleur élève de la classe mais il est maintenant reconnu que le choc de compétitivité que l'Allemagne s'est imposé s'est fait en partie au détriment de ses voisins : ils sont aujourd'hui obligés de suivre l'exemple allemand à marche forcée..... mais sans personne en Europe pour acheter leurs produits !

Avant d'en arriver à une hypothétique politique économique européenne concertée, le chantier prioritaire (et plus aisé) de l'UE est l'union bancaire. Un pas considérable va être réalisé par la Banque Centrale Européenne (BCE) désignée comme régulateur unique du système bancaire de la zone euro, qui s'apprête début 2014 à passer au crible les 128 plus grandes banques européennes (85% des actifs bancaires de la zone euro),

afin de relever la moindre faiblesse de leurs bilans. La très forte légitimité de la BCE rassure les marchés et permettra, suivant ses conclusions, de tourner le dos, enfin, au risque de faillite bancaire en Europe.

Début octobre la BCE a surpris tout le monde en baissant son taux directeur à 0.25%, son plus bas historique. C'est une bonne nouvelle pour l'euro, qui pourrait s'affaiblir - enfin ! - face au dollar. Cela apporte un peu d'air aux économies européennes en difficulté. Mais c'est aussi la dernière cartouche de la BCE. La prochaine étape, que les banquiers centraux européens sont les derniers à ne pas avoir franchie, sera l'utilisation de mesures non conventionnelles comme les rachats d'actifs et/ou un taux de dépôt négatif.

La lutte contre la déflation (taux d'inflation à 0.7% en octobre, loin de l'objectif des 2%) est aujourd'hui l'objectif numéro 1 de la BCE, et cela passe par un redémarrage du crédit bancaire toujours au point mort malgré des taux nuls !

Les pays émergents restent en cette fin d'année l'un des principaux points d'inquiétude pour les investisseurs. Englués dans leurs problèmes d'inflation, de taux de change et politiques, les investisseurs se sont détournés de ces marchés, au profit de la zone euro aujourd'hui sous-évaluée par rapport aux Etats-Unis. La Chine a malgré tout publié de bons chiffres économiques mais les craintes sur ses secteurs bancaire et immobilier sont toujours présents et refroidissent les marchés. Même si à long terme les investisseurs sont convaincus du potentiel de ces pays, à court terme l'Europe présente plus de garanties, en particulier la force de sa monnaie (oui, l'euro est redevenue une monnaie forte !).

Les marchés des changes ont été chahutés ces derniers mois, les monnaies émergentes ont fortement chuté, l'euro s'est renforcé face au dollar (impactant les résultats des entreprises exportatrices). Cela a perturbé les marchés financiers des pays émergents et les entreprises occidentales fortement exposées à ces zones géographiques (Carrefour, l'Oréal...).

Conséquences, les conditions restent favorables aux actifs risqués, les liquidités toujours abondantes et peu chères soutenant les actions.

Pour autant, les marchés US sont à leurs plus hauts historiques et vont connaître une 5^{ème} année de hausse consécutive. Si le momentum de croissance est plus convaincant outre Atlantique, les marchés européens semblent néanmoins plus attractifs car moins valorisés et toujours 30% en-dessous de leurs niveaux de 2007. Les investisseurs américains sont d'ailleurs de retour en Europe, les flux entrant sur les actions européennes sont positifs depuis 6 mois. Il y a une rotation des portefeuilles actions des pays émergents vers l'Europe, longtemps délaissée, renforcée par le sentiment que le plus dur de la

crise de l'Euro est passé, et que pérennité et stabilité sont aujourd'hui actées.

A court terme, la fin du Quantitative Easing américain, probablement l'an prochain, peut créer de nouveaux chocs obligataires et perturber les marchés, créant une forte volatilité sur les actions, particulièrement émergentes (comme ce fut le cas lors des précédentes pauses dans les achats d'actifs de la FED).

A long terme les pays émergents restent toujours un thème pertinent. La hausse de la demande intérieure (développement d'une classe moyenne) ainsi qu'une meilleure gouvernance des entreprises, et des gouvernements, devrait être un catalyseur important.

Le Japon est revenu cette année sur le devant de la scène, après des années de crise. C'est d'ailleurs surtout la banque centrale japonaise qui est scrutée, après être à son tour entrée dans un cycle d'expansion monétaire : elle pourrait prendre le relai de la FED et compenser la mise en place par les américains d'une politique monétaire plus restrictive (et donc soutenir les marchés actions).

Côté obligataire, la progressive hausse des taux américains est en train d'assainir le marché de la dette, où des bulles étaient apparues : pays émergents, entreprises US risquées. Il faut plus que jamais privilégier les maturités courtes, même en Europe : le décalage de croissance ne risque pas d'inciter la BCE à augmenter ses taux directeurs mais les taux longs, fixés par le marché, ne peuvent pas rester longtemps loin des taux US, historiquement les 2 suivent le même chemin. Cela

pourrait amener la BCE à acheter directement des obligations longues (comme le font la FED ou la Banque d'Angleterre) pour maintenir des taux supportables pour des économies qui peinent à sortir de la récession.

Ce profond mouvement sur les taux est aussi l'un des moteurs de la rotation des portefeuilles, des obligations vers les actions, et contribue à la bonne tenue des marchés actions.

Enfin, dans un contexte mondial très déflationniste, l'or continue de souffrir et affiche une baisse de 20% en 2013. Mais sans surprise le thème de l'inflation resurgira lorsque se posera à travers le monde la question de la soutenabilité des dettes publiques, dans un contexte de hausse des taux d'intérêts.

Si une prudence réfléchie s'impose donc, une prise de risques raisonnable, affranchie du court terme, semble le moyen de naviguer dans des eaux qui resteront chahutées et compliquées l'an prochain. Les instruments de taux ont toujours leur place pour assurer un peu de rendements. Quelques positions de précautions, pour prévenir de grands chocs éventuels futurs (risques géopolitiques, inflation,etc) peuvent enfin compléter une stratégie qui ne pourra que s'inscrire dans une logique de moyen et long terme. Le tout teinté d'un brin d'opportunisme au gré des événements !

Fini de rédiger le 26/11/13

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 SAS.