

# LA LETTRE

de Financière MJ

N°28 / 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres 2010.

## Sommaire

<b>HUMEUR</b> .....	<b>2</b>
<b>IDEES</b> .....	<b>2</b>
<i>L'ISF, un symbole intouchable ? Fisc vs Fondations : 1 / 0 Un trader aux gros doigts... Où s'amarrer ?</i>	
<b>NEWS</b> .....	<b>3</b>
<i>Dix millions de millionnaires ENFO (European Network of Family Offices) AFFO (Association Française du Family Office) Philanthropie : FDD, premier bilan Golden boys : le retour ! Revue de presse</i>	
<b>PRATIQUE</b> .....	<b>4</b>
<i>Stock-options Le mandat de protection future La fiducie... en douceur Trust : caution! L'ISF dépecé Finance comportementale : B A ba B A ba (2) : Finance Islamique Assurance vie et taux garantis</i>	
<b>CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES</b> .....	<b>9</b>
<i>Immobilier : qui a raison ? Art, luxe et volupté Marchés financiers : doutes ou frémissements ?</i>	

## HUMEUR

*Il n'est de richesses que d'hommes – Jean Bodin.*

Abu Dhabi, décembre 2009. A l'occasion d'une intervention sur le family office, le chef de famille d'un groupe de l'assistance me demande comment un multi family office peut travailler pour plusieurs familles en partageant des valeurs communes avec chacune d'elle !

La question, tout d'abord, mérite réflexion. Tellement évidente, censée, car le family office ne peut opérer que dans une relation de totale confiance entre le client et le conseil, que la structure soit mono ou multi clients. Cette confiance ne peut se bâtir que par un partage, de visions, de valeurs, et non pas juste sur un apport de compétences. Le family office est donc avant tout une question d'hommes, ce qu'a parfaitement compris mon interlocuteur.

A l'heure où le monde semble chercher un sens et une direction, cet échange me revient avec force. Ce fut l'occasion de réaliser combien il est indispensable de travailler avec chacun dans un réel climat de confiance, bâti, au-delà du professionnalisme et de l'éthique qui nous sont traditionnellement reconnus, sur le temps, et sur des vues communes. Que notre force première était aujourd'hui cette capacité à nouer ces liens, sur le long terme, pour progresser, ensemble.

N'est-ce pas là finalement le reflet d'une conviction déjà affirmée dans ces colonnes : l'homme est clé.

Le family office subit actuellement une médiatisation liée à « l'affaire » qui secoue la torpeur de l'été gaulois. Affaire d'homme plus certainement que de structure, et qui ne peut que renforcer nos convictions et notre modèle, fondé sur la qualité des hommes, l'intégrité et l'indépendance !

## IDEES

### ***L'ISF, un symbole intouchable ?***

Depuis l'IGF en 1981, l'histoire de cet impôt balance entre force du symbole et nécessité d'en limiter les effets. Dès sa création, il se révèle un casse-tête. A l'époque, il constituait un ciment puissant pour l'union de la gauche. Jacques Chirac fut le premier à oser éliminer l'IGF du paysage fiscal. Deux ans plus tard, François Mitterrand rétablit l'ISF, son frère jumeau, néanmoins assorti d'un plafonnement (70% puis 85%) : une sorte de bouclier fiscal avant l'heure ! Mais en 1995, Jacques Chirac est président et, sous la gouvernance d'Alain Juppé, ce plafonnement se voit limité (à 50% du montant de l'ISF),

signant ainsi une accélération de l'émigration fiscale des grandes fortunes.

En 1997, 179 900 contribuables étaient assujettis pour un montant légèrement supérieur à €1,5 mds. Dix ans plus tard, ils sont plus de 450 000 à payer collectivement environ €4,4 mds, soit...1,6% des recettes fiscales de l'Etat ! C'est surtout la flambée de l'immobilier qui a contraint de nombreux contribuables à payer cet impôt. Beaucoup d'autres assujettis ont préféré renoncer à vivre en France et s'installer sous des cieux plus cléments, Belgique, Suisse et UK en tête.

Depuis 2007, le gouvernement a cherché à vider cet impôt de sa substance par de nombreuses possibilités de réductions et/ou d'exonération, et renforcé le fameux bouclier fiscal, à 50%, contre 70% lors de son instauration par J. Chirac quelques années plus tôt. En revanche, et même si des voix s'élèvent à droite comme à gauche pour en finir avec cette aberration complexe qui voit se superposer des systèmes incompréhensibles et inefficaces, nul ne paraît oser aller au bout de la logique et remettre à plat le système fiscal. Mais le courage ne semble guère être la qualité première de nos dirigeants face à certains symboles....

### ***Fisc vs Fondations : 1 / 0***

Les français fortunés ont pendant longtemps justifié leur faible propension à la charité par la fiscalité. On pensait qu'en 2007, après la loi TEPA, la donne aurait changé. Celle-ci permet en effet de déduire, dans la limite de 50 000 €, 75% des apports de fonds propres à des PME (50% lors d'un apport à travers un fonds) ou des dons à des organismes reconnus d'utilité publique, des centres de recherche ou d'enseignement supérieur. Cependant, en 2009, moins de 20% des assujettis à l'ISF ont choisi d'utiliser cette mesure. Et sur ces 20%, seulement un quart a opté pour un don, pour un montant total de €54 millions (l'apport aux PME représentant pour sa part près de €800 millions), à peine 1,7% de l'ISF total ! Bill Gates, dans ses initiatives récentes, saura-t-il être plus convaincant que le législateur ?!

### ***Un trader aux gros doigts...***

L'histoire boursière connaît beaucoup d'anecdotes sur des ordres mal exécutés, erreurs rarement connues du grand public. Cela a changé le 6 mai dernier, lorsque l'indice phare de la bourse américaine a décroché de 9%: ce sont plus de \$1.000 mds (50% du PIB français) qui se sont envolés en fumée en quelques minutes ! Une erreur (ou plutôt deux) d'une grande banque américaine serait à l'origine de ce plongeon : choix d'une valeur plutôt qu'un indice et montant erroné (milliards au lieu de millions). Malgré les démentis, et les investigations de la SEC

toujours en cours, on ne retiendra de cette histoire que la capacité d'un individu à pouvoir ruiner des millions d'investisseurs en quelques clics...

### Où s'amarrer ?

L'Italie demeure le lieu le plus cher au monde pour passer une nuit à bord de son yacht dans un port de plaisance. En effet, la facture peut s'élever à 2 900€ pour amarrer un 24 mètres et plus. Le trio gagnant des ports les plus chers : Capri, Porto Cervo et le magnifique petit port de Portofino.

L'Italie reste le haut lieu de rendez vous de la petite communauté des possesseurs de « super yachts », et le manque de place pousse à la pratique de prix élevés.

Mais on constate d'importants écarts selon les périodes (saisons, événements comme le grand prix de Monaco...). Beaucoup de transactions se font dans le secret et il est important, sinon indispensable, d'avoir quelques relations facilitant la réservation. La crise n'a pas épargné les ports de plaisance. Aujourd'hui les prix sont plus facilement négociables qu'auparavant durant les périodes calmes et certains ports ont d'ailleurs baissé leurs prix en 2009. Aujourd'hui, l'estimation de la flotte dans le monde de supers yachts (24 mètres et plus) est de 4200 bateaux et certains armateurs n'hésitent pas à offrir des réductions allant jusqu'à 25%. Les ports ont donc encore de beaux jours devant eux : difficile de d'entreposer un yacht dans une arrière cour !

Lieu	Cout journalier d'amarrage	Nombre de places	Période de pointe
Capri, Italie	2900	10	Rolex Capri Sailing en Mai
Porto cervo, Sardaigne, Italie	2500	60	Foire Deluxe en Juin et régata de la Maxi Yacht Rolex Cup en Septembre
Portofino, Ligurie, Italie	2350	6	Portofino Rolex Trophy en Mai
Ibiza, Espagne	2300	12	Fin des « Dance Parties » en Septembre
Saint tropez, Côte d'Azur, France	1300	30	Coupe Internationale de Polo en juillet, coupe Rolex Giraglia en Juin
Port Hercule, Monaco	1200	20	Monte Carlo Rally en Janvier, Grand prix de Monaco en Mai, Monaco Yacht Show en Septembre.
Miami beach, Floride, Etats-Unis	883	45	Art basel en Decembre, Miami Boat Show en Septembre.
Port de Cannes, Côte d'Azur, France	665	35	Festival de Cannes en Mai
Port de Gustavia, Saint Barthelemy	500	15	Noel et Jour de l'an
Yas Marina, Abu Dhabi	421	40	Grand prix d'Abu Dhabi en Novembre

## NEWS

### Dix millions de millionnaires

En 2009, le nombre de personnes disposant d'un patrimoine de plus d'un million de dollars (hors résidence principale) a retrouvé le niveau de 2007, pour un patrimoine en augmentation de 20% à \$39 000 mds.

Malgré un contexte économique encore incertain, cette envolée s'explique par le rebond des marchés financiers. En France on compte 383 100 millionnaires, en augmentation de « seulement » 11%. Un reflet de la prudence des investisseurs français, qui ont donc moins profité du rebond.

La crise a rebattu les cartes de la richesse mondiale et accéléré les mutations. Ainsi, l'Asie compte désormais 3M de millionnaires, autant qu'en Europe et légèrement moins que les Etats-Unis (3,1 millions). Les avoirs financiers des millionnaires asiatiques (\$9700 mds) ont même dépassé ceux du vieux continent (\$9500 mds).

### ENFO (European Network of Family Offices)

- Des discussions sont en cours concernant l'élargissement à deux nouveaux pays.
- La majorité des membres d'ENFO sont référencés par le Wall Street Journal comme « most prominent family office » dans leur pays respectif.
- FPPI, la plateforme de conseil pour l'investissement dans des sociétés non cotées, a analysé, au cours de ses 4 premiers mois d'activité, près de 40 sociétés dans 4 pays.

### AFFO (Association Française du Family Office)

L'AFFO a tenu son assemblée générale en juin, qui a permis au bureau, élu pour 3 ans (F. Mollat du Jourdin en est le secrétaire général), de présenter un premier bilan de son action : réunions thématiques mensuelles de haut niveau, étude AFFO/Deloitte sur le métier du FO, commissions de travail en vue de publication de livres blancs sur la philanthropie, la gouvernance et l'éducation, préparation d'une charte qui sera présentée à l'occasion de la journée d'étude annuelle, en décembre prochain. Le nombre de membres a poursuivi sa croissance, l'AFFO s'affirme ainsi aujourd'hui clairement comme le fédérateur des professionnels de ce métier.

### Philanthropie : FDD, premier bilan

Corinne Louis – Financière MJ - Family Office

Le Comité stratégique des fonds de dotation\* qui s'est réuni, pour la 5ème fois, le jeudi 20 mai 2010, a constaté le large succès rencontré par les fonds de dotation :

- le nombre de FDD créés à cette date était de 288. (ce sont donc 15 à 20 FDD créés en moyenne chaque mois depuis l'entrée en vigueur du décret d'application en janvier 2009).
- l'Ile de France en concentre la majorité.
- Les particuliers et les associations sont les principaux acteurs.
- Contrairement à la plupart des fondations, les fondateurs ne sont pas forcément les financeurs mais plutôt les initiateurs d'une recherche active de fonds privés.

A noter l'adoption par le comité, de 11 recommandations à destination des créateurs de FDD : 2 portent sur les relations entre les donateurs et le FDD, 4 sur la gouvernance et 5 sur la gestion des placements. Par ce succès, le fonds de dotation confirme donc sa pertinence, à mi chemin entre la fondation, plus complexe, et l'association, parmi les outils de développement de la philanthropie.

*\*rappel : le fonds de dotation est un outil de financement de l'intérêt général, personne morale de droit privé à but non lucratif. Il est constitué d'un capital, biens et droits de toute nature, versé de façon irrévocable à titre gratuit, par un ou plusieurs donateurs. Les revenus financiers du capital sont versés au budget du fonds. Les dons consentis aux fonds de dotation peuvent ouvrir droit à réduction d'impôt tant en matière d'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) que d'impôt sur les sociétés (IS). En outre, les donations et legs consentis aux fonds de dotation sont exonérés de tout droit de mutation à titre gratuit. Enfin, les revenus de patrimoine des fonds de dotation sont exonérés, d'impôt sur les sociétés (dans certaines conditions).*

### Golden boys : le retour !

Dans un contexte de récession continue pour l'économie réelle, les 25 dirigeants de hedge funds les mieux payés au monde ont perçu \$25,33mds en 2009. Les 7 premiers de la liste ont reçu une rémunération individuelle dépassant le milliard, soit plus du double de ce qu'ils avaient gagné en 2008. L'Américain David Tepper, gérant du fonds « Appaloosa Management » a par exemple perçu \$4mds. Juste derrière, on retrouve Georges Soros (\$3,3mds) et James Simmons (\$2,5mds). Le célèbre Paulson, n'a touché « que » \$2,4mds.

En pariant sur le redressement de la finance mondiale, les patrons de hedge funds ont connu leur meilleure année, alors que le monde se débat pour sortir de la récession. Ils ont massivement acheté actions bradées et dettes décotées, profitant des opportunités d'investissement générées par la décote de certains actifs.

L'essentiel de la rémunération des gérants est lié aux frais de gestion et aux commissions de performance. Face à la grogne populaire, les autorités politiques en Europe et aux Etats-Unis travaillent à la régulation du secteur, notamment via une taxe sur les gains.

En 2010, les salaires devraient se tasser : les marchés se sont redressés et les opportunités se font plus rares.

### Revue de presse

**Private Banker International – Avril 2010 - Family offices gain appeal:** le nouvel attrait des financiers pour des carrières au sein de Family Offices. F. Mollat du Jourdin témoigne.

**Wall Street Journal (wsj.com) – Mai 2010 - The Secrets of the Family Office:** aux côtés de ses partenaires européens d'ENFO, et pour la seconde année, Financière MJ y est présentée comme l'acteur de référence du Family Office en France.

**Agefi Actifs – Juin 2010 - F. Mollat du Jourdin,** administrateur de la CNCIF, participe à une table ronde sur la réglementation des métiers de conseiller en investissements financiers, aux côtés des dirigeants de l'AMF et de la nouvelle ACP.

## PRATIQUE

### Stock-options

Lors de l'exercice de stocks options, il est possible, soit de réaliser une levée/cession simultanée (on abandonne alors la possibilité de plus value sur le titre après exercice), soit d'exercer et conserver les titres. Il faut alors recourir à un emprunt (dont le coût est actuellement négligeable compte tenu des niveaux de taux d'intérêt), ce qui n'est pas sans risque sur le gain final : il ne s'agit en effet de rien d'autre que de « levier », qui a un goût bien amer après 2008...

Pour palier ce risque il est possible de se couvrir :

Couverture à « cours garanti », qui permet de fixer le prix de vente (et donc le gain) à l'avance. On renonce alors à une éventuelle hausse supplémentaire de l'action.

Couverture « tunnel », qui suit l'évolution du marché entre 2 bornes (cours plancher/cours plafond). Le but est de protéger les gains et de limiter les pertes.

Couverture « cours minimum garanti avec participation à la hausse », qui permet de limiter la perte potentielle tout en conservant un potentiel de hausse.

Bien évidemment, le coût de l'une ou l'autre dépend du degré de sécurité souhaité (généralement seule la 3<sup>e</sup> stratégie génère un coût) ! D'autant que les banques sont aujourd'hui plus frileuses, ou exigent des conditions plus contraignantes.

Enfin, rappelons que la loi TEPA d'août 2007 a mis fin à la possibilité de donation des actions exercées, avant revente, ce qui permettait de purger la plus value d'acquisition. Mais cette impossibilité ne concerne que les plans attribués après août 2007. Pour les autres, la donation reste possible, et bénéficie alors des plafonds augmentés par la loi TEPA, à €156K.

### **Le mandat de protection future**

*Catherine de GEFFRIER – Avocat*

Le mandat de protection future, introduit par la loi 2007-308 du 5 mars 2008, se définit comme un mandat de représentation d'une personne physique lorsque celle-ci, hors d'état de manifester sa volonté, ne peut plus pourvoir seule à ses intérêts dans les actes de la vie civile, personnelle et patrimoniale.

Pourquoi certains professionnels du droit parlent-ils de figure libre d'assistance aboutie (en ce sens, Philippe Potentier, Docteur en droit et Notaire, Jurisclasseur Civil, cote 04, 2009) ?

D'une part, parce que le mandat de protection future est une avancée significative qui donne un caractère subsidiaire au régime légal de protection (tutelle, curatelle). En effet, si l'altération des facultés mentales est constatée et qu'il existe un mandat de protection future, il s'imposera purement et simplement à la mesure légale que le juge des tutelles pourrait organiser.

D'autre part, parce qu'il répond à une critique, jusque là constante, soulevée par le monde des personnes vulnérables, tout acteur confondu : le manque d'autonomie. Ce manque d'autonomie apparaissait tant dans la désignation du représentant de la personne vulnérable que dans la détermination de ses pouvoirs.

Au-delà de ces constats objectifs, il est impossible de ne pas évoquer la souffrance de la personne vulnérable, le mal être, la crainte du regard des autres qui tendent finalement à l'éloigner des instances publiques et à redouter d'autant plus fort le moment où elle ne sera plus capable d'exprimer sa volonté. Or, grâce à la mise en place du mandat de protection future, le législateur offre à la personne la possibilité de construire conventionnellement un régime de protection hors des dispositifs légaux de tutelle ou curatelle, en renforçant la place accordée à sa liberté et à sa volonté.

Les avantages du mandat de protection future sont certains : la personne va se sentir libre de pouvoir

organiser sa protection future et appréhendera ainsi peut être plus facilement le risque de se retrouver hors d'état de manifester sa volonté. De plus, il est indéniable qu'un mode volontaire de protection présente un côté beaucoup plus rassurant et beaucoup plus discret.

La loi du 5 mars 2007 à l'origine de la mise en œuvre du mandat de protection future a su, très justement, concilier encadrement du mécanisme, en dessinant de façon impérative le périmètre de cette figure originale, et respect de la volonté de son auteur en lui laissant un minimum de liberté dans l'élaboration de la convention.

Liberté laissée à l'auteur (mandant) dans la détermination du domaine du mandat (le mandant peut décider d'organiser sa protection patrimoniale et / ou personnelle), dans le choix de la forme du mandat (mandat sous seing privé ou mandat notarié) et par conséquent dans la détermination des pouvoirs du mandataire (le mandataire aura des pouvoirs plus étendus dans le cadre d'un mandat notarié) et dans le choix du mandataire (le mandant peut par exemple désigner un ou plusieurs mandataires et en cas de pluralité de mandataires décider s'ils devront agir ensemble ou séparément...).

Encadrement de ce mécanisme notamment par les articles 477 et suivants du code civil qui prévoient des règles spécifiques comme : le contrôle des comptes du mandataire par le notaire en cas de mandat notarié, un cadre beaucoup plus strict lorsque le mandat concerne la protection de la personne, un périmètre beaucoup plus limité lorsqu'il s'agit d'un mandat pour autrui afin de préserver le principe de dignité de l'être humain qui implique de se gouverner soi-même, la possibilité pour le juge des tutelles d'intervenir en cas de rédaction imprécise...

S'il est encore trop tôt pour avoir un réel recul sur ce mécanisme - les dispositions relatives au mandat de protection future ne sont entrées en vigueur que le 1<sup>er</sup> janvier 2009 - il semblerait que le législateur, en créant cette nouvelle figure, ait su trouver un juste équilibre entre la liberté de l'individu et un encadrement légal minimal pour que sa protection soit assurée de manière pérenne.

Liberté, volonté, autonomie, déjudiciarisation, discrétion, personnalisation de la mesure de protection... Autant d'avantages permettant très certainement d'appréhender plus sereinement le moment où la personne ne sera plus en mesure d'exprimer sa volonté...

### **La fiducie... en douceur**

En gestation pendant près de 20 ans (sic !), portée sur les fonds baptismaux en 2007, parfois assimilée à tort à un trust à la française, la fiducie se définit comme un

contrat mais peut également résulter de la loi. Un constituant transfère tout ou partie de ses biens ou droits à un fiduciaire, à charge pour celui-ci d'agir dans un but déterminé au profit des bénéficiaires. Les biens transférés forment un patrimoine séparé, distinct du patrimoine personnel du fiduciaire. Ainsi est reconnue en droit français la notion de patrimoine d'affectation. La fiducie n'est pas un trust, elle ne permet pas de transmission du patrimoine à titre gratuit. Elle est réservée à des fins d'administration et de gestion, ainsi qu'à la constitution de garanties et de suretés.

La fiducie est composée d'un ou plusieurs constituants, d'un ou plusieurs fiduciaires et d'un bénéficiaire qui n'est pas partie au contrat et peut être une personne physique ou morale. La fiducie peut aussi avoir recours à un tiers contrôleur si le contrat n'en fait pas stipulation contraire. De plus, elle nécessite un écrit. Les biens ou droits transférés par le constituant au fiduciaire doivent former un patrimoine séparé, distinct du patrimoine personnel du fiduciaire. Parmi les causes d'extinction, le contrat de fiducie prend fin par le décès du constituant personne physique, par la survenance du terme ou par la réalisation du but poursuivi quand celle-ci a lieu avant le terme. La fin de la fiducie entraîne le transfert du patrimoine fiduciaire au bénéficiaire. S'il y a absence de bénéficiaire, les droits, biens ou suretés mis en fiducie font de plein droit retour au constituant. Quand il prend fin par le décès du constituant, le patrimoine fiduciaire retourne dans la succession.

Le résultat du patrimoine fiduciaire est quant à lui imposé à l'impôt sur le revenu, directement au nom du constituant, en fonction de la nature de l'activité de la fiducie. Les biens et droits mis en fiducie, ainsi que leurs fruits sont imposables à l'ISF chez le constituant.

Si le législateur a clairement fait comprendre que son but n'était pas de bâtir un trust à la française, la fiducie pourrait se révéler, moyennant quelques aménagements, un outil puissant au service des personnes vulnérables, en particulier pour l'administration de patrimoines importants...encore un (petit) effort donc !

<b><i>Trust : caution!</i></b>
--------------------------------

Un certain nombre de contribuables français pourrait être tenté de constituer un trust de droit Anglo-Saxon afin de diminuer l'impôt sur le revenu, l'ISF ou les droits de mutation.

Afin de mieux comprendre les mécanismes d'optimisation, il est préférable de répréciser les règles juridiques régissant ce type de structure. Le trust n'a pas d'équivalent en droit français même si le régime de la fiducie est censé être son homologue. Pour autant, un trust valablement constitué à l'étranger peut produire des effets en France.

Son origine remonte aux croisades. En Angleterre, les chevaliers qui partaient en Terre Sainte, confiaient leurs domaines à un homme de confiance (trustee) qui devaient ensuite les administrer suivant des instructions préalablement données (gestion des récoltes et des fermages, achat et vente de biens, rente à l'épouse, transmission en évitant le morcellement des biens, etc...). Cet outil a permis la constitution de grands domaines agricoles et forestiers (sur lesquels les quartiers les plus chics de Londres ont été édifiés, tout en demeurant la propriété de ces grandes familles), et a évité le morcellement de ces domaines lors de transmissions. Cette fortune foncière est à la base de la puissance commerciale anglaise et donc, au moins en partie, à l'origine de la révolution industrielle du XIX siècle !

Le trust n'est ni une personne morale, ni un contrat, ni un mandat, c'est un « mécanisme » juridique : par un acte unilatéral (trust deed), un constituant ("settlor" ou "grantor"), se dessaisit de la propriété ("legal ownership") de certains biens ou droits, de façon irrévocable ou non, au profit d'un intermédiaire (le "trustee"). Celui-ci est investi du pouvoir et du devoir de gérer ou de disposer des biens qui lui sont confiés, dans l'intérêt d'un ou plusieurs bénéficiaires, les règles directrices étant fixées par le constituant, dans un document ad hoc, la « letter of wishes ». Ces biens figurent au nom du trustee mais constituent une masse distincte, qui ne fait pas partie de son patrimoine. A l'expiration du trust, ils seront remis à un ou plusieurs attributaires, qui ne sont pas forcément les bénéficiaires. Enfin, le trust peut être simple, le trustee devant distribuer au fur et à mesure les produits des biens mis en trust, ou discrétionnaire, les revenus étant distribués à la discrétion du trustee.

Le trustee ayant la charge, et le devoir, de gérer ces actifs, les ayants droits n'ont pas de réel contrôle sur ces biens. C'est donc un moyen de pérenniser le patrimoine selon les souhaits du constituant.

De façon très simplifiée, le contribuable français, imposable sur ses revenus mondiaux, lorsqu'il reçoit des revenus provenant d'un trust, sera soumis au régime des valeurs mobilières étrangères (IRPP sans abattement de 40%+CSG, soit actuellement 52,1%).

Pour l'ISF, la question principale est de savoir qui est le véritable propriétaire des biens composant le trust. Pour être taxable au titre de l'ISF en France, il faut : soit être propriétaire du bien ; soit en être l'usufruitier. Suite à un arrêt du 31 mars 2009, la cour de cassation a jugé, dans le cadre d'un trust révoicable et non discrétionnaire, que la valeur des biens mis en trust composait un patrimoine taxable. En revanche, la justice n'a pas encore tranché sur la question des trusts irrévocables et/ou discrétionnaires. Dans ce cas, le constituant n'est plus réputé être le propriétaire des biens. Deux hypothèses quant à la qualité de propriétaire. Soit il s'agit du trustee, mais celui-ci sera dans la majorité des cas une personne morale qui n'est pas redevable de l'ISF, soit, dans

certain cas, il s'agira du bénéficiaire. Cependant, un autre arrêt, de 2004, a précisé que la perception par un bénéficiaire de revenus provenant d'un trust étranger ne caractérise pas forcément un droit réel de propriété ou de créance sur les biens, et donc une taxation au titre de l'ISF. Mais ces points restent à éclaircir.

Enfin, il est évident que le transfert d'un patrimoine à un trust, par un résident français, serait soumis aux droits de donation indirecte (60%).

Pour conclure, le trust est un véritable outil d'organisation patrimonial international dont l'intérêt pour un contribuable français apparaît plus que limité. Une grande prudence doit rester de mise dans son utilisation.

### **L'ISF dépecé**

On dénombre trois stratégies pour réduire l'ISF. Elles ne sont pas exclusives l'une de l'autre et peuvent, dans certains cas, se marier dans une stratégie fiscale globale.

La première stratégie consiste à réduire la valeur de son patrimoine taxable : donation temporaire d'usufruit, investissements dans des contrats de type tontine, investissements dans l'art...etc.

La seconde consiste à limiter son revenu, qui limitera l'impôt par l'effet du bouclier fiscal à 50%.

La dernière est d'utiliser la loi TEPA, qui prévoit une réduction d'ISF (limitée à €50 000) de 75% des sommes investies dans les PME (ou données à des fondations).

Si certaines de ces approches peuvent se marier, d'autres risquent au contraire de s'annuler, par exemple le pilotage des revenus et les réductions d'impôt. Enfin, pour l'efficacité des actions engagées, il ne faut pas oublier que l'ISF se détermine sur la valeur du patrimoine au 1<sup>er</sup> janvier.

### **Finance comportementale : B A ba**

En finance comme dans d'autres domaines il existe certains biais qu'il peut être intéressant de maîtriser ou du moins de connaître. Dans toute délégation de tâche, d'un principal à un agent, une asymétrie d'information (l'un dispose d'informations que l'autre n'a pas forcément) apparaît : c'est ce que l'on appelle la relation d'agence. Entre le gérant et l'investisseur, en passant par tous les intermédiaires, on observe une cascade d'asymétries d'information, qui sont autant de conflits d'intérêt potentiels (par exemple le choix d'un investissement conforme à la stratégie fixée mais offrant une rémunération plus importante pour le gérant).

Typiquement, un investissement risqué est générateur de rémunération plus élevée pour un gérant, qui se voit donc incité à préconiser ce type d'investissement à son

investisseur, alors que l'espérance de gain pour ce dernier n'est pas forcément plus importante.

Les gérants peuvent donc être tentés par une prise de risque excessive, d'autant qu'ils sont protégés par une « responsabilité limitée » : en cas de performance négative, s'il ne perçoit pas de rémunération sur la performance, il ne doit pas pour autant payer de sa poche !

Comparons maintenant le coût de la négligence comparée au coût de l'effort pour le gérant : la relation d'agence revient encore une fois au galop. Pour l'investisseur initial, si le gérant procure un effort, l'espérance de gain final est (censément...) supérieure. Par contre, du point de vue du gérant, il préférera la négligence car le coût de l'effort ampute le profit qu'il en retire (ce que ne sait pas l'investisseur).

Comment inciter le gérant à favoriser le gain pour l'investisseur plutôt que son gain propre. En augmentant les incitations ? Peut-être, mais cela est coûteux et le client serait alors tenté de changer de gérant. Afin d'augmenter la transparence et limiter le risque d'aléa moral, il faut mettre en place des règles claires et précises ainsi que des communications fréquentes et rigoureuses. Par ailleurs, il serait certainement intéressant de baser la rémunération de la performance, sur une période plus longue (par exemple trois ans...Ce n'est d'ailleurs sans doute pas un hasard si le projet de réglementation européenne va exactement dans ce sens !). Après une bonne performance annuelle, le gérant perd son bonus si les investisseurs perdent de l'argent sur la totalité de la période.

La finance comportementale met aussi en exergue certains biais cognitifs. Ce sont les erreurs systématiques du cerveau. Deux grands types d'erreurs : difficultés à évaluer les probabilités et schizophrénie temporelle (comportements différents « à chaud et à froid »). Si, dans un jeu de pile ou face, on demande à un investisseur la probabilité la plus forte entre deux simulations de type FFFFPPPP ou FFPFPPFP, l'investisseur choisira à coup sûr la deuxième solution. Or, ces deux hypothèses sont parfaitement identiques d'un point de vue probabiliste. Par ailleurs, l'investisseur a beaucoup de difficultés à croiser plusieurs sources d'information. Il a tendance à donner un poids excessif aux nouvelles les plus saillantes.

Une étude montre que les experts ne sont pas forcément ceux qui ont la meilleure performance. En effet, ils essaieront toujours de surperformer en utilisant diverses méthodes, se croyant plus habiles que d'autres mais au final, le résultat n'est que rarement à la hauteur...

L'investisseur préférera, dans la majorité des cas, choisir une performance de 1% aujourd'hui que 2% demain. Par

contre, il préférera une performance de 2% dans un an et un jour à une performance de 1% dans un an. Par impulsion, on a tendance à surpondérer le présent et à reporter indéfiniment les choix pénibles (procrastination). Ce sujet de la finance comportementale est assez symptomatique de la relation des investisseurs face au marché.

Comment, dès lors, surmonter ces biais et pulsions ? Une certitude : le groupe ne permet pas de palier ces problèmes, au contraire il fait caisse de résonance aux biais individuels. Il faut s'engager ex ante sur des scénarii extrêmes, automatiser certaines réactions de risk-management (stop loss, etc...) et demeurer vigilant aux dérives comportementales simples, rappelées ci dessous.

Comportement	Observations
Manque de discipline	Les investisseurs sont paresseux et préfèrent en général copier les autres plutôt que d'agir par eux-mêmes
Impatience	les investisseurs cherchent des mouvements sur des périodes toujours plus courtes
Perte d'objectivité	les investisseurs aiment les belles histoires et oublient rapidement la logique
Avidité	Le désir de profits rapide aveugle souvent
Arrogance	Personne ne peut prédire le futur avec certitude
Détachement de la réalité	Le prix est le reflet du moment présent

### B A ba (2) : Finance Islamique

En 1963 est née la première banque islamique, la Mit Ghamr Saving Bank égyptienne. A ses débuts, dans les années 70, son développement ne fut que limité en Europe et aux Etats Unis, étant perçu davantage comme une philosophie qu'un investissement en tant que tel. Elle s'est développée parallèlement à la montée en puissance des pays du Golfe. Aujourd'hui, malgré la crise, ses fondamentaux restent solides.

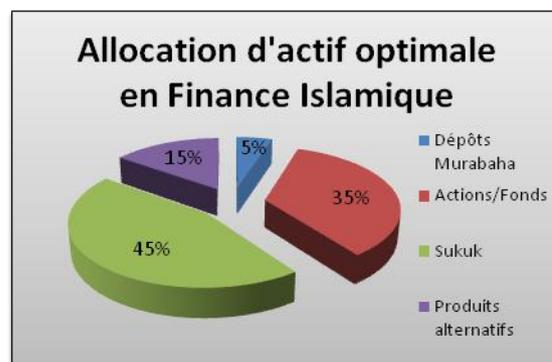
La finance islamique est un mélange de finance, d'éthique et de valeurs religieuses prônées par l'Islam. Elle est régie par quatre piliers : La prohibition de l'intérêt (« riba »), de l'incertitude (« maisir »), de la spéculation (« gharar », règle qui exclut donc l'utilisation des produits dérivés, futures, options, forward,...), des secteurs illicites (« haram ») et enfin, exige le partage des pertes et des profits ainsi que la contrainte de l'adossement de tout financement à un actif tangible.

Les deux produits financiers les plus connus respectant ces principes sont :

- Le Murabaha, contrat de vente conclu entre un établissement financier et son client, au titre duquel le premier achète un bien pour le compte du second dans le but de le lui revendre ultérieurement moyennant un prix supérieur à son prix d'achat selon une marge bénéficiaire déterminée par avance. Cela peut être comparé à un intérêt sur un différé de paiement. Le contrat doit, entre autres, préciser quel est le montant du service rendu par le banquier et celui résultant du différé de paiement.
- L'obligation Islamique (ou Sukuk), qui représente une quote-part indivise de propriété sur les actifs générateurs des flux financiers. Le volume des Sukuk émis est passé de zéro en 2000 à \$97,3 mds en 2007. Les Sukuk souverains financent le plus souvent des projets d'infrastructures, tandis que les Sukuk émis par des entreprises financent des projets immobiliers ou industriels. Les Sukuk sont structurés de telle sorte que leurs détenteurs courent un risque « de crédit » et reçoivent une part de profit et non un intérêt fixe.

En restant neutre par rapport aux profils d'investissement, un portefeuille conforme à la Charia comprendra donc :

1. Des dépôts Murabaha au lieu de liquidités.
2. Des parts de Sukuk au lieu d'obligations.
3. Des actions cotées ou non, des fonds ou des ETF épurés des secteurs interdits.
4. Des produits alternatifs (Charia).
5. Des fonds immobiliers (Charia).



### Assurance vie et taux garantis

Les nouvelles mesures sur les taux garantis entreront en vigueur le 1er août. Les publicitaires froncent déjà les sourcils : les campagnes annonçant des taux imbattables vont disparaître...

Les rendements maxima servis aux investisseurs seront dorénavant strictement encadrés et plafonnés. Ils dépendront des rendements passés mais aussi des conditions réelles du marché obligataire. La règle de calcul sera basée sur le Taux Moyen des Emprunts d'Etat (TME). Il est donc probable qu'il sera proche de 3.75% lors de sa mise en œuvre, le 1er Août. De plus, les ressources autorisées pour financer les promesses de taux garantis seront limitées. Cela va dans le sens d'une plus grande solidité financière de ces compagnies et donc d'une meilleure sécurité pour les investisseurs.

## **CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES**

### **Immobilier : qui a raison ?...**

Depuis longtemps prudents sur cette classe d'actifs, la conjoncture actuelle ne laisse pas de nous surprendre, tant la crise ne semble plus être qu'un lointain souvenir.

Des statistiques contradictoires laissent entendre que le marché reprend. Néanmoins, les écarts entre les publications sont suffisamment importants pour les prendre avec une grande précaution : -1% pour l'un (FNAIM), +5% pour l'autre (Century 21), les notaires estimant pour leur part cette hausse des prix, au 1<sup>er</sup> semestre, aux environs de 3% sur le plan national et 5% à Paris. La hausse peut s'expliquer par des taux historiquement bas, qui continuent de baisser. Au 28 juin, les taux fixes ressortent en moyenne à 3,50% sur 15 ans et se rapprochent du plus bas historique de 3,40% (octobre 2005), tendance qui semble en phase de stabilisation. Néanmoins, et compte tenu du climat économique actuel, les économistes ont reculé leurs prévisions de remontée des taux directeurs de la BCE, qu'ils anticipent désormais plutôt pour 2011 voire 2012 !

Le marché (résidentiel) a aussi retrouvé un certain dynamisme sur les volumes, comme en témoigne la réduction des délais de vente (82 jours au 1<sup>er</sup> semestre 2010, 101 en 2009, soit un niveau proche de celui du pic de 2007) et l'augmentation des compromis (24 %).

A Paris, la situation reste toujours aussi particulière, en raison d'un marché soumis à une forte pénurie : les prix ont atteint leur plus haut niveau et risquent de poursuivre leur progression, en particulier dans le haut et très haut de gamme, où il n'est pas rare de voir des biens se traiter entre €20 000 et €30 000/m<sup>2</sup> ! La demande étrangère, après une accalmie passagère, constitue le moteur principal de cet emballement, Paris n'ayant que peu d'offre de prestige pour une demande de plus en plus forte. Mais le marché des appartements familiaux

demeure aussi étonnamment actif, les notaires en étant les premiers surpris...et ravis !

Le reste du pays, qui ne connaît bien évidemment pas une telle euphorie, confirme pourtant une stabilisation. Certaines catégories de biens paraissent cependant subir une chute sérieuse (maisons,...).

Il est certain qu'au-delà des taux, les prix sont soutenus par une pénurie d'offre, élément structurel du marché, renforcé par la forte diminution des stocks promoteurs en 2009...qu'ils s'emploient maintenant à reconstituer à marche forcée. Dernier soutien, les mesures de type Scellier,...etc ont probablement apporté une bouffée d'oxygène supplémentaire dans les périodes délicates.

Les spécialistes s'attendent donc à une année de consolidation, affichant une hausse globale de l'ordre de quelques pourcents, ce qui paraît plausible tant que la BCE ne décidera pas de hausse des taux. Néanmoins, la frénésie qui semble s'être emparée du marché, en particulier parisien, nous incite, tout comme certains professionnels, à la prudence. Il est impératif d'être sélectif, d'acquiescer des rentabilités locatives qui couvrent confortablement le coût d'un financement, et de privilégier les localisations de premier ordre (en ce sens, le commercial de centre ville a notre préférence plutôt que le bureau ou le résidentiel).

La prudence reste de mise également à l'étranger : Londres, après un rebond significatif qui ressemblait davantage à un ajustement, en 2009, semble hésiter et les acteurs avec. Le marché américain n'a peut-être pas encore touché le fond : la fin des incitations fiscales, de mauvais chiffres économiques et de l'emploi laissent le marché dans un état de fragilité que confirment les dernières statistiques...

En conclusion, et même s'il ne faut pas jeter le bébé avec l'eau du bain, il nous semble que l'attractivité des taux ne doit pas cacher la nécessaire sélectivité (« prime ») dans un marché trop « euphorique » pour poursuivre durablement sur cette tendance.

### **Art, luxe et volupté**

*Source ArtPrice*

Les ventes new-yorkaises et londoniennes ont largement tenu leurs promesses, loin, très loin des résultats moroses de l'année dernière. Le produit des ventes double (davantage même sur l'art contemporain) et le taux d'invendus retrouve des plus bas.

Dans un contexte difficile, ce marché semble se déconnecter de l'économie, et certains sont prêts à miser très cher pour des œuvres d'exception. Ainsi, le 4 mai,

«Nu au plateau de sculpteur», de Picasso, adjudé \$106,5 millions, a détrôné Alberto Giacometti, détenteur du record de l'œuvre la plus chère. La toile a explosé l'estimation qui avait été faite, entre €50 millions et €70 millions. Les spécialistes estiment néanmoins que, dans des ventes privées, des tableaux auraient atteint des sommes allant jusqu'à plus de €130 millions et ce serait un tableau de Pollock, vendu en 2004 pour un prix de \$140 millions qui resterait l'œuvre la plus chère.

Si les plus grandes ventes ont généralement lieu à Londres et New York, le marché français a affiché quelques résultats impressionnistes, modernes et contemporains à la hauteur des anglo-saxons : le 3 juin, Sotheby's enregistrait son meilleur résultat pour une vente impressionniste et moderne en France grâce notamment à un dessin de PICASSO adjudé €3,3 millions.

Sotheby's opte pour une politique dynamique en France, considérant Paris comme la capitale de ses ventes de photographies et l'impliquant dans la dispersion d'une partie du fameux coffre Vollard le 29 juin, l'une des vacations les plus médiatiques de l'année. La société espère reprendre sa place de leader, prise par Christie's en 2009 grâce à la vente Bergé/Saint Laurent. Du côté des sociétés françaises, Artcurial tient la troisième marche du podium.

Malgré ces bons résultats, le marché connaît encore quelques difficultés car d'importantes déconvenues ont été enregistrées pour des œuvres estimées à plusieurs millions de dollars et restées invendues. Preuve s'il en est, qu'ici aussi, la sélectivité reste un impératif. Les foires d'automne indiqueront probablement si cet emballement du très haut de gamme est un épiphénomène ou peut constituer un début de tendance plus large.

### **Marchés financiers : doutes ou frémissements**

Le premier semestre s'est achevé dans le doute. La solvabilité européenne demeure au cœur des incertitudes. Les plans d'austérité qui en résultent pèsent sur le moral des marchés. Les indicateurs économiques, qui s'étaient repris en début d'année, sont à nouveau dans le rouge : chômage dans les économies développées, sentiment des investisseurs et des consommateurs mitigé, commerce international ralenti. Néanmoins, les résultats des stress tests des banques devraient être favorables et les anticipations de ces derniers auront déjà permis de ramener un peu de sérénité...pour combien de temps (?)

Par ailleurs, et c'est nouveau, des craintes sur la pérennité de la croissance américaine et chinoise apparaissent.

Des voix s'élèvent pour analyser ce retournement comme une simple normalisation, après un rebond aussi violent qu'avait été la chute en 2008/2009. Nous l'appelons la « théorie du ressort » : après la chute violente, et le rebond tout aussi fort, l'économie serait entrée en zone d'oscillation jusqu'à revenir sur une vitesse de croisière, qui affichera, probablement pour de longues années, des chiffres de croissance nettement inférieurs à ceux des dernières décennies, USA inclus.

La croissance mondiale est désormais estimée à 4.5 % en 2010, mais demeure contrastée entre pays émergents et développés. Le taux de 1% dans l'Eurozone et en Grande Bretagne, 2.4% au Japon, ou même de 3.3% aux USA, ne produira pas de miracles budgétaires.

Aux Etats Unis, de nombreuses mesures de soutien arrivent à leur terme dans les prochains mois, ce qui laisse présager de nouvelles faiblesses, en particulier dans l'immobilier. Les différents indices d'activité ressortent en baisse sur le dernier mois et le taux de chômage, reste élevé, proche de 10%. Le pays saura-t-il trouver assez de vigueur pour reprendre le chemin de la croissance sans assistance gouvernementale ? D'autant que le secteur financier est encore loin d'avoir terminé son « nettoyage ».

En Europe, les doutes sur les niveaux d'endettement des pays et leur capacité à y faire face, continuent d'aviver les tensions. L'activité se redresse, mais de manière très différente selon les pays : l'Allemagne est portée par ses exportations, y compris vers le reste de l'Europe, force dont ne disposent pas ses partenaires. Finalement, l'Europe reproduit, à son échelle, le rapport Chine/USA : un pays producteur et exportateur vend sa production à des partenaires endettés, qui achètent avec de l'argent prêté grâce aux excédents de l'exportateur... Heureusement, l'absence de pressions inflationnistes permet d'envisager un maintien de taux bas pour encore plusieurs trimestres (2012 ?). Réformes intérieures et rééquilibrage global au sein du continent seront la clé d'un retour à meilleure fortune... ce qui prendra du temps !

Au Japon, malgré une hausse du chômage, l'environnement s'améliore grâce au fort rebond des exportations (reprise économique chinoise et asiatique), de la production et de la consommation, soutenue par des mesures gouvernementales. La spirale déflationniste apparaît néanmoins toujours comme une menace.

Les pays émergents, Chine en tête, continuent d'offrir des perspectives de croissance importante malgré les différentes mesures mises en place par le gouvernement pour tenter d'éviter la surchauffe (attention à l'immobilier). L'activité est soutenue au Brésil, notamment grâce à la demande domestique et aux investissements.

Les devises, dans ces conditions, ont fortement fluctué. Doutes sur l'Europe aidant et valeur refuge, le dollar s'est apprécié de 14% contre Euro, avant de consolider (pour mieux rebondir ?...). Le Yen a progressé de 19% et le Sterling de 8%. Les devises émergentes se sont appréciées y compris contre USD. Elles présentent encore de bonnes perspectives sur le moyen terme. Les taux courts demeurent bas dans la plupart des pays et ne devraient pas remonter rapidement (hors économies liées aux matières premières et/ou pays émergents).

Les matières premières se sont stabilisées, le baril évoluant dans une fourchette 70/80\$, tandis que l'or demeure proche de ses plus hauts (ayant même franchi 1000€/Oz).

### **Investissements**

Si au 30 juin 2010, les marchés actions mondiaux affichent une performance légèrement supérieure à 4% en euro, celle-ci bénéficie des conséquences des mouvements des monnaies : en devises locales, cette même performance est de -8% ! Par ailleurs, il existe de nombreuses disparités de performance entre les zones géographiques : Eurostoxx -13%, CAC 40 -12.5%, Dax 0%, S&P500 -7.6% et MSCI Emergent -5.4%.

Les dernières semaines sont marquées par un net retour de l'aversion au risque, une hausse de la volatilité, dans un contexte où le rendement du cash est nul. Si les valorisations actuelles des marchés financiers peuvent paraître attractives, les perspectives économiques globales plaident cependant pour la prudence. D'un point de vue tactique et sur le très court terme, la saison des résultats qui débute devrait être un nouveau bon cru. Nous pensons que les obligations d'entreprises présentent un meilleur couple rendement/risque que les obligations d'état. Mais il convient de demeurer sur des maturités relativement courtes.

L'alternatif, quelque peu décevant, a effacé ses gains sur les deux derniers mois du semestre, mais nous restons convaincus que ce type de véhicules permet, sur le moyen terme, de générer de la valeur en maîtrisant le risque.

La situation demeure donc complexe, la performance nécessite davantage de risques. Toutes les classes d'actifs requièrent pourtant prudence et sélectivité, tant les incertitudes demeurent encore.

*Fini de rédiger le 23 juillet 2010.*

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