

La Lettre de la Gestion Privée

A livres ouverts

Nous sommes partis en vacances avec un sac lesté par le poids du Brexit, qui menace la pérennité de la gouvernance européenne...

... nous voilà rentrés dans l'automne, contraints d'affronter l'échéance électorale américaine et le referendum italien, mais également confrontés à des Etats européens piégés par des politiques d'austérité aux conséquences improbables.

Sur les marchés financiers, l'été fut étonnamment calme, campé sur un prix du pétrole et des niveaux de devises aptes à contenter temporairement tout le monde, cependant que les politiques monétaires sont figées par des banques centrales en bout de piste. Alexandre Hezez scrute ci-après pour nous les limites de leur action sur nos économies.

Pendant ce temps dans l'Hexagone, la loi « Sapin II » actuellement en discussion au parlement, jette un froid hivernal sur le placement préféré des Français, en tentant de légaliser le contrôle de l'Etat sur la liquidité des contrats d'assurance-vie.

Dans ce contexte, Maël Toledano, au nom de notre partenaire assureur luxembourgeois IWI, nous rappelle quelques mérites du contrat luxembourgeois.

Cette loi « Sapin II » est emblématique des évolutions permanentes du droit patrimonial, qui imposent aux professionnels que nous sommes une veille juridique et fiscale constantes.

C'est pourquoi nous sommes heureux d'accueillir au sein de notre Groupe Alexandre Mangon, Directeur de l'ingénierie patrimoniale, dont l'analyse renforcera nos compétences et notre capacité à toujours mieux vous servir. Vous découvrirez ci-après sous sa plume quelques récentes décisions porteuses de bonnes nouvelles pour les entrepreneurs.

Pour compléter la lecture assidue de cette lettre conçue à votre intention, voici quelques idées de bonnes feuilles à parcourir...

Au-delà du passage des saisons, je souhaite partager avec vous des lectures venues d'ailleurs. Portant un regard neuf sur notre monde, elles permettent de prendre la hauteur qui s'impose.

Pour nous aider à mieux faire la part des choses entre nos capacités de décisions émotionnelles et rationnelles, je recommande *système 1 (pensée intuitive)* – *système 2 (pensée rationnelle)* de **Daniel Kahneman**, dont les travaux sur le jugement et la prise de décision lui ont valu le prix Nobel en 2002.

Dans un registre plus subversif, mais toujours d'actualité, un chercheur américain de haut rang, prix Nobel également et fin connaisseur de l'Europe, **Joseph E. Stiglitz**, *l'Euro, Comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, nous aidera à mieux identifier les fragilités de nos certitudes. Sans enterrer l'euro, il donne quelques pistes pour lui garantir une survie décente.

Notre société de gestion étant aussi mandatée pour garder le cap, je partage volontiers l'ouvrage de **Adam Grant**, *Originals*, ou comment les non conformistes changent le monde. Professeur à Wharton, éditorialiste et écrivain à succès, il vous convaincra qu'il reste possible de trouver de la valeur en dehors des sentiers battus.

Et si en cette rentrée le moral n'est pas au beau fixe, **Philippe Bloch**, par son ouvrage *Tout va mal, je vais bien*, nous rappelle une citation utile attribuée à Abraham Lincoln « la croissance meurt là où il est interdit de s'enrichir, car avec cette interdiction meurt aussi l'esprit d'entreprise ».

Nicolas Walther

Directeur Général

Jusqu'où les Banques Centrales peuvent-elles aller ?

La planche à billet est devenue en quelques années la norme de fonctionnement de nos économies sous perfusion. Chaque réunion, chaque interview d'un banquier central est scrutée avec la plus grande attention, car les outils de politique monétaire mis en oeuvre actuellement étaient clairement inimaginables jusqu'à la crise de 2008.

Des bilans alourdis ...pour un bilan mitigé

Après quelques années, les résultats sont assez disparates. Les Etats-Unis semblent connaître un certain succès si on en juge par le retour de l'emploi et de la richesse des ménages sur les niveaux d'avant-crise : les politiques monétaires accomodantes appelées « Quantitative easing » ont permis de relancer laborieusement la machine.

A l'inverse, les Japonais ont plongé dans une fuite en avant qu'ils ne contrôlent plus vraiment, comme en témoigne la hausse récente du Yen malgré tous les efforts de la politique monétaire pour le faire baisser.

De son côté, la BCE est parvenue à redresser la courbe de croissance du crédit, mais peine à relancer la dynamique d'inflation vers le taux de 2% qui reste l'unique objectif du mandat qui lui est confié.

Le but commun à toutes ces actions reste évidemment la « reflation » des actifs financiers qui doit permettre, grâce à l'effet richesse, de renforcer les capacités d'investissement autorisant le retour à une croissance économique et à une inflation raisonnables.

Tout se passe finalement comme si nos économies ne pouvaient être sauvées que par l'action des banques centrales. Cependant, que se passerait-il si elles perdaient leur aura? Pourraient-elles encore agir et mettre en place de nouveaux outils ? En définitive, jusqu'où peuvent aller les banques centrales ?

Un large éventail de solutions a déjà été employé...

Rappelons s'il est besoin qu'en plus des classiques baisses de taux d'intérêt, elles ont déjà acheté massivement des titres hypothécaires (FED 2009), des titres d'état (FED 2010, Banque du Japon 2012, BCE 2015), des obligations du secteur privé (BCE 2016). La banque du Japon s'est même mise à acheter des fonds indiciels cotés (ETF) sur le marché japonais. Elle détiendrait à ce jour près de 60% du marché des ETF sur les indices actions japonais.

Ces opérations peuvent évidemment prêter à interrogation quant à l'objectif poursuivi. Les banques centrales dépassent-elles leurs prérogatives ? Ont-elles été trop sollicitées ?

Il n'y a malheureusement pas de précédent historique car la crise actuelle est d'une ampleur jamais atteinte auparavant mais il est certain que le sujet central est la confiance. Tant qu'elle ne sera pas remise en cause par les marchés financiers, ces derniers supporteront les dispositifs mis en oeuvre.

A l'inverse, si les autorités monétaires se montrent frileuses ou en doute, les conséquences sur les marchés financiers seront très négatives.

On conçoit alors tout l'enjeu actuel de l'action et de la communication pour préserver la confiance encore et toujours, le temps de retrouver une croissance alimentée par la consommation et le retour de l'investissement.

...mais d'autres dispositifs sont envisagés

Il semble qu'il n'y ait pas de limite technique à l'action des Banques Centrales. On parle déjà d'autres mesures qui n'ont pas encore été testées : « Helicopter Money » (cf. article paru dans notre Lettre de la Gestion Privée n°2), émission de dettes à très long terme, voire perpétuelles...

Dernièrement, la Banque du Japon a annoncé son intention de contrôler l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt (taux longs comme taux courts) afin d'assurer une pente suffisante pour soutenir l'activité de transformation, cœur de métier des banques commerciales, qui peinent à survivre dans le contexte actuel. De fait, les taux à 10 ans japonais sont progressivement remontés de -0,30% à -0,10% depuis fin juillet.

Tout un arsenal de mesures pourrait encore être utilisé pour gagner du temps dans l'optique du retour tant attendu de l'inflation par la revalorisation des actifs.

La véritable question n'est pas de se demander jusqu'où peuvent aller les banques centrales dans leurs actions, mais plutôt de s'interroger sur le maintien de leur crédibilité.

Lorsqu'on écoute attentivement la présidente de la Federal Reserve, on peut légitimement douter du fait qu'une sortie de toutes ces actions soit vraiment prévue, même si on doit noter qu'à aucun moment les taux n'ont été négatifs aux Etats-Unis.

La FED devra prouver un jour ou l'autre sa capacité à inverser franchement le processus. Il en va de la confiance sans faille qu'elle doit susciter à long terme, garante d'un marché financier sain et créateur de valeur pour les investisseurs.

Mais le moindre faux pas sera sévèrement sanctionné et il ne faut certainement pas ignorer ce risque dans nos décisions de gestion !

Alexandre Hezez

Directeur de la Gestion Collective
Auris Investment Managers

La fin de l'âge d'or du Fonds en euros

Perçu comme un gage de sécurité et de garantie en capital pour les souscripteurs, le fonds en euros a su séduire jusqu'à présent les épargnants français. Cependant, après avoir connu de nombreuses années de popularité, il est aujourd'hui plus que jamais remis en question par les autorités de contrôle du secteur comme par les assureurs.

En effet, il se révèle aujourd'hui beaucoup moins rémunérateur et surtout plus risqué, les taux d'intérêt actuellement très bas pouvant affecter la rentabilité et la solvabilité des compagnies d'assurance.

D'autre part, dans le contexte économique et financier actuel, une remontée des taux d'intérêt pourrait faire mécaniquement baisser leur valeur nominale...et entraîner des moins-values pour les assureurs, contraints dès lors à vendre des actifs à perte pour faire face aux rachats massifs qui ne manqueraient pas d'affluer.

En 2015, le rendement moyen des fonds en euros a baissé de 0,25% par rapport à 2014 et le Haut Conseil de Stabilité Financière, après avoir tiré la sonnette d'alarme, pourrait agir en vue de « suspendre, retarder ou limiter temporairement, pour tout ou partie du portefeuille, le paiement des valeurs de rachat, la faculté d'arbitrages ou le versement d'avances sur contrat » (projet de loi Sapin II).

Alors que faire, quelles sont les solutions alternatives pour dynamiser les contrats d'assurance-vie tout en protégeant efficacement l'épargne des assurés ?

La réponse semble se trouver dans les contrats de droit luxembourgeois, notamment ceux en unités de compte, qui offrent de nombreux avantages, parmi lesquels une fiscalité compétitive, conforme au droit français et européen, une grande flexibilité dans le choix des actifs et une gestion sur mesure personnalisée pour chaque client.

Enfin, un avantage majeur du contrat luxembourgeois réside dans le droit luxembourgeois lui-même, qui garantit la sécurité des avoirs investis, par le biais d'un mécanisme appelé « triangle de sécurité ».

Ce dernier est caractérisé par une convention tripartite entre l'assureur, la banque dépositaire et le Commissariat aux Assurances (organe de contrôle des sociétés d'assurances luxembourgeoises). Concrètement, en cas de défaillance de l'assureur, le souscripteur dispose du « super-privilège » et devient créancier de premier rang sur le patrimoine réglementé de la compagnie d'assurance.

Maël Toledano

Responsable des marchés France
et Royaume-Uni

IWI

Aux sources du droit patrimonial

Au retour des vacances d'été, l'heure est venue de payer le dernier tiers de l'impôt sur le revenu -pour ceux qui n'ont pas opté pour la mensualisation- ainsi que la taxe foncière et la taxe d'habitation. Après les avoir acquittés, les contribuables attendront, non sans une certaine inquiétude, le contenu de la Loi de Finance pour 2017 et de l'éventuelle Loi de Finance Rectificative pour 2016, sans oublier la Loi de Financement de la Sécurité Sociale, pour connaître la fiscalité applicable à leurs revenus de 2016 et à leur patrimoine.

En complément de ces lois, nombre d'autres sources alimentent l'évolution du droit patrimonial, qui justifie une gestion dynamique de vos stratégies.

Ainsi pouvons-nous citer les lois autres que purement fiscales, la jurisprudence (du Conseil d'Etat ou de la Cour de Cassation ou du Conseil Constitutionnel), les réponses ministérielles, reprises dans le BOFIP (Bulletin Officiel des Finances Publiques-Impôts, seule source de la doctrine administrative), mais également les avis rendus par le Comité de l'Abus de Droit, même si ces derniers sont seulement consultatifs.

Prenons quelques récents exemples concrets

La Loi Sapin II, actuellement en discussion au parlement, est typique des lois autres que fiscales ayant des conséquences au plan patrimonial.

Cette loi, dénommée "Loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique", prévoit la possibilité pour un assureur de contracter la liquidité des contrats d'assurance-vie, ce qui obèrera la liberté des souscripteurs-assurés à disposer librement de leur épargne. Cette disposition devra être prise en compte dans leurs futures décisions d'investissement.

Aux côtés des lois, la jurisprudence constitue une autre source d'évolution du droit patrimonial. Cette dernière regroupe principalement les décisions rendues par la Cour de Cassation et le Conseil d'Etat. A titre d'exemple, ce dernier vient de rendre un arrêt ayant des conséquences favorables pour les chefs d'entreprises qui cèdent leur participation : le 19 septembre dernier, il a annulé une doctrine administrative, suite à une décision du Conseil Constitutionnel du 14 janvier 2016. Cette doctrine prévoyait qu'un cédant percevant un complément de prix sur une cession antérieure au 1er janvier 2013 ne pouvait bénéficier de l'abattement pour durée de détention, avec pour conséquence de taxer ce revenu jusqu'à 64,5%¹. Le Conseil d'Etat vient donc d'y mettre un terme.

Une autre décision très intéressante pour les dirigeants de PME désireux de prendre leur retraite vient d'être publiée sous la forme d'une réponse ministérielle publiée le 1er septembre 2016. Le sénateur Olivier Cadic souhaitait connaître le sort de l'abattement de 500 000€ en cas de cession de plusieurs sociétés ou de cession d'une société par plusieurs cédants.

Le Ministre de l'Economie et des Finances confirme à la fois le caractère personnel de l'abattement et la possibilité d'en bénéficier pour chaque société dont les titres sont cédés, toutes conditions par ailleurs remplies.

Suite p.4

Aux sources du droit patrimonial (suite)

Dernier exemple, la possible censure d'un texte législatif par le Conseil Constitutionnel, comme ce fut le cas le 20 juin 2014, quand il a infléchi les dispositions du Code Général des Impôts, visant à taxer comme un revenu le gain réalisé à l'occasion d'une réduction de capital, alors qu'il s'agit d'une plus-value au plan économique.

Pour rappel, une réduction de capital est le rachat par une société de tout ou partie des titres d'un ou plusieurs de ses associés en vue de les annuler. C'est donc une vente, génératrice d'une éventuelle plus-value pour l'actionnaire cédant. La décision du Conseil Constitutionnel a été intégrée à la Loi de Finance pour 2015, qui dispose que désormais, le gain



réalisé à l'occasion d'une telle opération sera taxée comme une plus-value sur valeurs mobilières, bénéficiant à ce titre des abattements pour durée de détention.

Ainsi, tenant compte des nombreuses sources d'évolution du droit fiscal et patrimonial, il s'avère bénéfique aux entrepreneurs d'anticiper leurs opérations de cession ou de transmission avec le concours d'un ingénieur patrimonial et de leurs conseils, pour élaborer ensemble les solutions d'organisation patrimoniale parfaitement adaptées à leurs objectifs.

Alexandre Mangon

Directeur de l'Ingénierie Patrimoniale
Auris Advisors

¹ Hypothèse : tranche marginale de l'impôt sur le revenu 45% + prélèvements sociaux au taux de 15,5% + contribution exceptionnelle sur les hauts revenus 4%

Quelques repères

INDICATEURS	Niveau au 30/09/2016	Performance 2016 (%)	Variation 3 ans (%)	Variation 5 ans (%)	Variation 10 ans (%)
CAC 40 (pts)	4 448,26	- 4,07	+ 7,36	+ 49,17	- 15,27
STOXX Europe 600 (pts)	325,31	- 5,75	+ 11,05	+ 51,47	- 11,58
S&P 500 (\$)	2 168,27	+ 6,08	+ 28,94	+ 91,64	+ 62,31
NIKKEI 225 (¥)	16 449,84	- 13,58	+ 13,79	+ 89,07	+ 2,00
MSCI Emergents (\$)	903,46	+ 13,77	- 8,51	+ 2,62	+ 16,10
EUR/USD	1,1235	+ 3,43	- 16,94	- 16,08	- 11,35
Pétrole BRENT (\$)	49,06	+ 31,6	- 54,73	- 52,26	- 21,48
Once d'OR (\$)	1 315,87	+ 24,01	- 0,99	- 18,96	+ 119,93
EURO MTS Global (pts)	235,43	+ 6,43	+ 24,07	+ 38,29	+ 64,38
EONIA Capitalisé (niveau)	- 0,329 %	- 0,23	- 0,28	+ 0,29	+ 11,43

Source : Bloomberg

Ce document est exclusivement conçu à titre d'information et ne revêt aucune valeur contractuelle ou légale. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document sont délivrés de bonne foi. Ils reflètent le sentiment d'AURIS GESTION PRIVÉE sur les marchés et leur évolution, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient, toutefois, constituer un quelconque engagement ou une quelconque garantie d'AURIS GESTION PRIVÉE. En outre, les informations contenues dans ce document ne doivent, en aucun cas, être interprétées comme une affirmation selon laquelle un placement, une stratégie d'investissement ou un service d'investissement serait adapté(e) à tous. Préalablement à toute décision d'investissement dans un organisme de placement collectif ou souscription d'un service d'investissement, chaque personne est invitée à consulter ses propres conseils juridiques, fiscaux ou financiers afin de s'assurer de l'adéquation de ce produit ou de ce service à sa situation personnelle et à ses objectifs d'investissement.

Auris Gestion Privée est la dénomination commerciale des activités de gestion privée d'Auris Gestion ©

Tous droits réservés – 479 789 778 RCS Paris - Siret 47978977800012

153, boulevard Haussmann – 75008 Paris – www.aurisgestion.com