DECIDEURS
STRATÉGIE & PATRIMOINE
Le rendez-vous des choix patrimoniaux

Janvier 2017

Les atouts de l'épargne salariale

P. 4 Épargne salariale : des opportunités à ne pas manquer, **Jean-Xavier Gauthier, Allure Finance**

P. 14 L'inéluctable retour de la relance budgétaire… **Charles McKenzie, Fidelity**

P. 16 Entretien avec Charles Lacroix, **Rothschild HDF Investment Solutions**

En partenariat avec :

ALLURE FINANCE

EDITION FINANCE

G20 STRATEGY & MANAGEMENT SUMMIT

« Ce qui était intéressant c'était la diversité. Le panel a été très bien composé par rapport à la diversité des profils, à la fois des organisations, des parcours, des enjeux »

Edward Arkwright,
directeur général adjoint finances et stratégie,
Aéroports de Paris

20 AVRIL 2017

Pavillon d'Armenonville
PARIS

Le **20 avril 2017**, à Paris, l'**Édition Finance** du **G20 Strategy & Management Summit** réunira **400 participants** - P-DG, DG, DAF, dirigeants de fonds - afin de confronter leurs points de vue et qu'ils exposent leurs visions stratégiques et opérationnelles innovantes. Sera également évoquée l'organisation de la fonction finance ainsi que son avenir. Chacune des thématiques sera traitée au travers de tables rondes animées par des experts.

PROGRAMME DU 20 AVRIL 2017

8h30 / ACCUEIL

9h-12h30 / **CONFÉRENCES**

12h30-14h / DÉJEUNER D'AFFAIRES

14h30-18h30 / **CONFÉRENCES**

18h30-22h30 / TROPHÉES LEADERS DE LA FINANCE

« J'ai beaucoup apprécié la qualité de l'organisation, les échanges avec de nombreux collègues au cours de cette journée. J'ai trouvé l'intervention de deux politiques de haut niveau en fin de journée utile »

Jean-Philippe Grégoire,
directeur général adjoint, finances et administration,
Fraikin

QUELQUES INTERVENANTS DES ÉDITIONS PRÉCÉDENTES

Michel Giannuzzi
Président du directoire
Tarkett

Jean Raby
CFO
SFR

Pierre-Frédéric Roulot
Président-directeur général
Louvre Hotels Group

Philippe Guillaumie
Directeur financier
Sisley

Benoît Fouilland
Directeur financier et directeur général délégué
Criteo

Contact :
Maéva Willems, Chef de projets
mwillems@leadersleague.com
01 45 02 25 37

ÉDITO

Stéphane Fragues,
Décideurs Magazine

Édouard Petitdidier et Jean-François Fliti,
Allure Finance

L'INSTABILITÉ FISCALE SE PORTE (MALHEUREUSEMENT) BIEN

Les députés, principaux scénaristes en vogue de la série « instabilité fiscale », ont écrit en octobre dernier l'un de leurs plus beaux épisodes. En ajoutant un amendement qui vient durcir les conditions fiscales encadrant l'attribution gratuite d'actions (AGA), ils ont pris le contre-pied des dispositions votées dans le cadre de la loi Macron quelques mois auparavant. Un brusque retour en arrière qui a d'ailleurs été réalisé contre l'avis du gouvernement.
Certes, l'amendement déposé par Madame Valérie Rabault, rapporteur général du Budget à l'Assemblée nationale était une réponse à certaines dérives constatées au sein des entreprises du CAC 40. Quelques dirigeants de grands groupes ayant opté pour un intéressement sous forme d'actions gratuites plutôt que des stock-options, extrêmement taxés.
Mais fallait-il pour autant jeter le bébé avec l'eau du bain ?
Cet épisode malheureux montre que l'instabilité fiscale est un mal profondément ancré dans le système français. Espérons que les prochaines échéances électorales soient l'occasion pour les différents protagonistes de se pencher sérieusement sur le sujet.

SOMMAIRE

GESTION DE PATRIMOINE

4. Épargne salariale : des opportunités à ne pas manquer

6. Une année d'actualité patrimoniale

8. Les banques privées face à la digitalisation

9. Digital : le point de vue des dirigeants des banques privées

FISCALITÉ

10. Résident fiscal To be or not to be ?

IMMOBILIER

12. L'immobilier américain, générateur de rendements et de croissance des valeurs…

GESTION D'ACTIFS

14. L'inéluctable retour de la relance budgétaire…

16. Entretien avec Charles Lacroix, Rothschild HDF Investment Solutions

18. Entretien avec Marc Craquelin, La Financière de l'Échiquier

DECIDEURS STRATEGIE & PATRIMOINE
Le rendez-vous des choix patrimoniaux

Décideurs Stratégie & Patrimoine est une newsletter trimestrielle éditée par *Décideurs Magazine*.
15, avenue de la Grande-Armée - 75116 Paris
Tél.: 01 45 02 25 00 - Fax: 01 45 02 25 01
www.leadersleague.com

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION

Pierre-Étienne Lorenceau,
pelorenceau@magazine-decideurs.com

RÉDACTION

Responsable éditorial
Aurélien Florin

Responsable commercial
Stéphane Fragues

Chargée de clientèle
Marine Baudoin

Secrétaire général de la rédaction
Quentin Lepoutre

Secrétaires de rédaction
Emmanuelle Bodiot, Cécile Roudier
redaction@magazine-decideurs.com

EN PARTENARIAT AVEC

Allure Finance - 18, rue Troyon - 75017 Paris
Tél.: + 33 1 53 81 73 04 - www.allurefinance.fr
Contacts: Édouard Petitdidier et Jean-François Fliti
Tél.: 01 53 81 73 04
Email: contact@allurefinance.fr

CRÉATION & GRAPHISME

Direction artistique: Claire Seichepine

Graphiste senior: Julien Sommier

Graphistes: Héloïse Daubannes, Quentin Dupressoir, Anaïs Le Bomin, Julien Leclerc, Pierre Lemoine, Angélique Ogou, Paul Wilmet

PHOTOGRAPHIES

shutterstock.com
Couverture © create jobs 51

POWERED BY
LEADERS LEAGUE

ÉPARGNE SALARIALE
DES OPPORTUNITÉS À NE PAS MANQUER

L'épargne salariale offre des possibilités d'améliorer la rémunération des salariés à des conditions fiscales et sociales extrêmement attractives. Ces possibilités sont souvent sous-employées alors qu'elles permettent d'aligner l'intérêt de l'entreprise avec celui des salariés. Cela renforce le rôle social de l'entreprise en aidant les salariés à se constituer une épargne de précaution ou pour la retraite.

XXX

Entretien avec
Jean-Xavier Gauthier,
senior advisor au sein du pôle épargne salariale, Allure Finance

QU'ENTEND-ON PAR ÉPARGNE SALARIALE ?

L'épargne salariale regroupe différents dispositifs collectifs mis en place par les entreprises, avec l'encouragement des pouvoirs publics afin d'inciter les salariés à se constituer une épargne financière de moyen et long terme.

• **Le Plan d'épargne entreprise (PEE)** est un dispositif collectif et facultatif d'épargne mis en place par les entreprises au profit des salariés permettant de se constituer une épargne disponible après cinq ans de conservation (sauf cas de déblocages anticipés relativement nombreux). Passé ce délai, les bénéficiaires sont exonérés d'impôt sur les sommes versées et sur les gains. La mise en place d'un PEE résulte d'un accord entre le chef d'entreprise et les représentants des salariés.

• **Le Plan d'épargne pour la retraite collectif (Perco)** est un dispositif collectif et facultatif d'épargne mis en place par les entreprises au profit des salariés permettant de se constituer un complément de retraite. Ces fonds sont bloqués jusqu'au départ à la retraite (sauf rares cas de déblocages anticipés). La sortie peut ici s'effectuer en capital ou en rente. Le Perco ne peut être mis en place dans l'entreprise que lorsque les salariés ont déjà la possibilité d'opter pour un Plan d'épargne entreprise (PEE) ou un Plan d'épargne interentreprises (PEI) et résulte d'un accord entre le chef d'entreprise et les représentants des salariés.

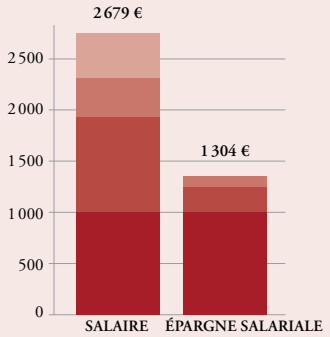
• **Le Plan épargne interentreprises (PEI)** ou **le Plan d'épargne pour la retraite collectif interentreprises (Percoi)** proposent respectivement les mêmes règles que le PEE ou le Perco, mais sont mis en place par plusieurs entreprises n'appartenant pas nécessairement au même groupe ou au même secteur d'activité. Ils sont destinés à favoriser l'épargne salariale dans les PME.

• **Article 83 et article 39 :** ces deux dispositifs de retraite, à cotisation définie pour l'article 83 et à prestation définie pour l'article 39, répondent à des critères propres à chaque entreprise. Ils ne touchent souvent que certaines catégories de personnel et visent à les fidéliser.

LES PRINCIPALES SOURCES D'ALIMENTATION DES DISPOSITIFS D'ÉPARGNE SALARIALE

• **La participation des salariés :** elle est obligatoire dans les entreprises de plus de cinquante salariés et facultative dans les autres. L'accord de participation prévoit un partage du résultat fiscal entre salariés et actionnaires après rémunération du capital. Ce partage est fonction du poids de la masse salariale

POUR UN MÊME MONTANT PERÇU, L'ÉPARGNE SALARIALE RÉDUIT SIGNIFICATIVEMENT LE COÛT POUR L'ENTREPRISE...



LES POINTS CLÉS

- TOUS LES MÉCANISMES DE PARTICIPATION ET D'INTÉRESSEMENT ONT VOCATION À ALIGNER LES INTÉRÊTS DES SALARIÉS AVEC CEUX DE L'ENTREPRISE
- PEE ET PERCO PERMETTENT DE CONSTITUER UNE ÉPARGNE EXONÉRÉE D'IMPÔT SUR LE CAPITAL ET LES PLUS-VALUES ET ALLÉGÉE EN CHARGES POUR L'ENTREPRISE
- SEULE UNE GESTION ACTIVE DES FONDS DÉPOSÉS PERMET DE TIRER LA QUINTESSENCE DES DISPOSITIFS
- LE RECOURS À UN CONSEIL EN GESTION DE PATRIMOINE PERMET D'OPTIMISER CETTE GESTION

dans la valeur ajoutée de l'entreprise.

• **L'intéressement :** il reste toujours facultatif et permet d'aligner les intérêts de l'entreprise avec ceux des salariés en leur permettant d'améliorer leur rémunération en fonction de l'atteinte d'objectifs collectifs. L'intérêt de l'intéressement est d'être très souple et de pouvoir être individualisé par service ou par groupe homogène travaillant au sein de l'entreprise.

• **L'abondement :** Il s'agit des versements volontaires faits par l'entreprise en complément de versements faits par le salarié sur le PEE ou le Perco. L'abondement dans le PEE ou le Perco sont limités en montant en valeur absolue et en pourcentage du montant versé par le salarié. Une nouvelle disposition de la loi Macron permet un versement de l'entreprise sur le Perco même sans versement du salarié dans la limite de 2 % du Pass (772 euros en 2016).

LES NOUVEAUTÉS EN MATIÈRE D'ÉPARGNE SALARIALE

- Une date unique de versement de l'intéressement et de la participation et un blocage par défaut de ces deux primes en l'absence de choix exprimé par les salariés
- La réduction du « forfait social » des entreprises à 16 % ou 8 % comme indiqué ci-dessus
- Encouragement de l'actionnariat salarié avec la diminution de 30 % à 20 % de la contribution patronale due en cas de distribution effective d'actions gratuites
- Une gestion pilotée par défaut dans les Perco
- La possibilité de reconduction tacite de l'accord d'intéressement
- L'obligation de négocier sur l'intéressement et la participation dans les branches
- L'augmentation de la possibilité de versement de jours de congés non pris dans le Perco (de 5 à 10)

EFFICACITÉ FISCALE DE CES DISPOSITIFS

À L'ENTRÉE

• Pour le salarié, les sommes versées dans le PEE et le Perco sont exonérées d'impôt sur le revenu et ne sont soumises qu'aux prélèvements sociaux. De même les revenus des placements sont exonérés à condition d'être réinvestis dans le Plan.

• Les entreprises sont exonérées de charges sociales dans la limite de 8 % du Pass pour le PEE (16 % pour le Perco). Les versements sont, en revanche, soumis au forfait social au taux de 20 %.

1. Depuis la loi Macron un taux de 16 % est applicable aux versements dans un Perco doté d'une gestion pilotée, et partiellement investi en actions de PME – ETI (7 % minimum de titres éligibles au PEA – PME),

« Une gestion active des fonds déposés dans le PEE ou le Perco est essentielle »

2. ou 8 % pendant six ans pour les entreprises de moins de cinquante salariés mettant en place un premier accord de participation ou d'intéressement.

À LA SORTIE

Pour les sommes investies en PEE, capital et plus-values sont exonérées d'Impôt sur le revenu, les plus-values restant soumises aux prélèvements sociaux.

Pour les sommes investies en Perco :

• Si la sortie est faite en capital, capital et plus-values sont exonérés d'impôt sur le revenu, les plus-values restent soumises aux prélèvements sociaux.

• Si la sortie est faite en rente, la rente est imposée sur une fraction de son montant en fonction de l'âge du bénéficiaire au moment de la demande liquidation. Les prélèvements sociaux sont exercés sur les plus-values et sur la part imposable de la rente.

En conclusion, les mécanismes d'épargne salariale, fiscalement avantageux complètent la rémunération classique et deviennent un élément incontournable de la rémunération. Pour le même montant net perçu par le salarié, le coût pour l'entreprise varie du simple à plus du double pour un salarié imposé à la tranche marginale à 30 % *(voir graphique)*.

La loi Macron a prévu d'autres mesures pour développer l'épargne salariale dans les entreprises et en particulier celles qui n'en sont pas encore pourvues, c'est-à-dire majoritairement les petites et moyennes entreprises.

ADOPTER UNE GESTION ACTIVE DES FONDS DÉPOSÉS

Les fonds sans risques ont aujourd'hui des rendements faibles voire négatifs. Une gestion active des fonds déposés dans le PEE ou le Perco est essentielle, pour tirer la quintessence des dispositifs. À ce titre, les fonds doivent être déposés auprès d'un opérateur financièrement solide, acceptant les architectures ouvertes (c'est-à-dire offrant la possibilité de sélectionner les meilleures sociétés de gestion). Il ne faut pas hésiter à avoir recours à un conseil en gestion de patrimoine pour l'orientation des placements et leur suivi dans le temps.

UNE ANNÉE D'ACTUALITÉ PATRIMONIALE

Arlette Darmon,
présidente,
groupe Monassier

« L'interprofessionnalité nous est imposée. Le notariat est à un carrefour de son histoire. La loi Macron le bouscule dans ses habitudes, ses certitudes, remet en cause son modèle économique avec de nouvelles dispositions. Nous avons déjà été contactés dans l'éventualité d'un rapprochement. Tout autant par des cabinets d'avocats, français ou internationaux, que par de grands cabinets d'audit. Nous avons répondu à plusieurs sollicitations de rendez-vous, mais notre vision est plus active que passive et nous préférons nous positionner comme acquéreur que comme une cible. »

Jean-Charles Mériaux,
directeur des investissements,
DNCA Investment

« Sur la santé de l'économie française, je m'en tiendrais aux estimations faites par le Fonds monétaire international (FMI) et l'évolution des chiffres communiqués depuis un an. Ses prévisions publiées sont d'autant plus intéressantes que l'on ne peut pas accuser cette institution de complaisance tant elle s'est toujours montrée extrêmement prudente vis-à-vis de la France. Elle avait publié une prévision de croissance de 1,1 % en 2016. Or, à la surprise générale, le FMI a reconnu qu'en définitive celle-ci serait proche de 1,5 % en 2016. J'aurais donc tendance à dire que cela va mieux, mais je ne voudrais surtout pas faire de politique. »

François-Xavier Chauchat,
Économiste
et membre du comité d'investissement,
Dorval Asset Management

« Le Brexit vient malheureusement frapper de plein fouet la bonne dynamique des échanges commerciaux. Le volume des échanges intra-européens était revenu à ses niveaux de 2008. La part du Royaume-Uni avait elle-même monté au cours de ces dernières années. Avec la sortie programmée du Royaume-Uni et la renégociation de son intégration dans la zone commerciale, il y a un risque de voir ces échanges ralentir. Un ralentissement qui pèserait forcément sur la croissance. »

Mars

LA DOCTRINE ADMINISTRATIVE « BACQUET » EST MORTE. VIVE LA RÉPONSE MINISTÉRIELLE « CIOT » !

En vertu de la réponse ministérielle Bacquet, la valeur de rachat d'un contrat d'assurance-vie non dénoué, financé avec les deniers communs d'un couple marié sous le régime de la communauté, constituait un acquêt de communauté, qui devait figurer à l'actif de la succession pour moitié de sa valeur. Michel Sapin a décidé de revenir sur cette doctrine administrative. Une décision confirmée par la réponse ministérielle Ciot et publiée au Bofip. Les enfants bénéficiaires ne sont ainsi imposés sur le contrat d'assurance-vie qu'au décès du second époux.

Juin

MARTIN MAUREL ET ROTHSCHILD & CO ANNONCENT LEUR VOLONTÉ DE FUSIONNER

Rothschild Martin Maurel, le nom choisi par les deux mariés pour leur nouvelle structure, reflète la sobriété des deux dynasties de la finance tricolore française qui se passent donc la bague au doigt. D'un côté, Martin Maurel, créée à Marseille en 1825 et qui a dégagé près de 20 millions d'euros de résultat net en 2015, et de l'autre, Rothschild & Co (ex-Paris Orléans), relancée par l'héritier David de Rothschild en 1982 et vite devenue un acteur incontournable de la gestion de fortune, fusionnent et passent le cap des 30 milliards d'euros d'actifs sous gestion.

Juin

ASSURANCE-VIE : LES PRODUITS STRUCTURÉS SUR LA SELLETTE ?

Depuis quelques années, les produits structurés prennent une place de plus en plus importante au sein des contrats d'assurance-vie. Malgré leur complexité et leur frais relativement élevés, ils ont su séduire une clientèle désireuse de se positionner sur le marché actions sans en subir tous les risques. Or, dans un arrêt du 21 juin 2016, la cour d'appel de Paris a estimé qu'une banque ou un assureur ne pouvait pas proposer à ses clients d'investir dans certains produits structurés *via* leurs contrats d'assurance-vie. L'assureur Generali s'est toutefois pourvu en cassation. Affaire à suivre.

LES POUVOIRS PUBLICS AU SOUTIEN DU FONDS EURO-CROISSANCE

Les fonds euro-croissance ont vu le jour à la suite du rapport rendu par les députés Karine Berger et Dominique Lefebvre intitulé « Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité ». Ces contrats devaient devenir le troisième pilier de l'assurance-vie aux côtés des supports en euros et des unités de compte. Mais jusqu'à présent, ils ont eu toutes les peines du monde à convaincre les épargnants. Conscients de ces difficultés, les pouvoirs publics ont décidé de lui venir en aide. Un décret autorise donc, depuis le 15 juillet 2016 et jusqu'au 31 décembre 2018, les compagnies d'assurance à transférer une fraction des plus-values latentes des fonds en euros vers les fonds euro-croissance.

LE POIDS DES ROBO-ADVISORS DANS LE PAYSAGE FINANCIER FRANÇAIS

À travers une étude conjointe publiée en juillet dernier, Finance Innovation et le cabinet de conseil Chappuis Halder & Co nous offrent un éclairage bienvenu sur le développement des robo-advisors. En juin 2016, les huit acteurs présents dans l'Hexagone et s'adressant directement à une clientèle finale pesaient cent millions d'euros d'actifs sous gestion pour un total de 7 000 clients et un placement moyen de 14 285 euros. Sans grande surprise, ce sont les hommes vivant dans les grandes villes et ayant entre 35 et 40 ans qui constituent la part la plus importante de leur clientèle.

PRÉSENTATION DU PROJET DE LOI DE FINANCES POUR 2017

Après un début de quinquennat mouvementé sur le plan fiscal, le gouvernement a décidé de calmer le jeu, le mot d'ordre de ce projet de loi de finances étant une nouvelle fois celui de la stabilité. Une baisse d'impôt s'élevant à un milliard d'euros et ciblant les classes moyennes est prévue. Le crédit d'impôt pour les services à la personne devrait, quant à lui, être étendu à tous les ménages français. Les dispositifs de réduction d'impôt « Pinel » et « Censi-Bouvard » devraient être prorogés pour un an, à paramètres inchangés. Mais la mesure phare du PLF reste cependant celui du prélèvement à la source de l'impôt. Ce dispositif pourrait ainsi entrer en vigueur à compter de 2018.

Juillet

François Fillon,
député,
Les Républicains (LR)

« Il faut développer l'intéressement au capital des salariés. Les PME peinent à attirer les diplômés et les talents, ne pouvant leur offrir ni la formation, ni la rémunération, ni la carte de visite d'un grand groupe, et présentant un profil de risque plus élevé. Les dispositions existantes (même si elles ont été assouplies pour l'attribution d'actions gratuites) restent trop contraignantes et le risque de requalification d'une attribution d'actions en "salaire déguisé" dans le calcul des charges salariales et patronales fait souvent renoncer l'entrepreneur à mettre en place un tel dispositif. Je propose donc que l'intéressement au capital des salariés se fasse sans risque de requalification et avec exemption de charges sociales. »

Septembre

Jean Perrin,
président,
UNPI

« L'annonce de la prolongation du dispositif Pinel par François Hollande n'est pas une bonne nouvelle. Si le président de la République veut relancer l'investissement, il doit d'abord penser à abroger la loi Alur. Comme me l'avait confié l'ancienne ministre du Logement Sylvia Pinel, le dispositif qui porte son nom est d'abord un avantage donné aux locataires. Tant et si bien qu'à ce jour, cette réduction d'impôt attire principalement les accros de la défiscalisation. En contrepartie de cet avantage, ces derniers doivent avoir conscience qu'ils percevront des loyers inférieurs de 20 % au prix du marché. »

Octobre

Marc Touati,
économiste,
président ACDEFI

« Le véritable danger que représente l'élection de Donald Trump ne porte pas sur la question du protectionnisme mais sur la gestion du déficit public. Avec Obama, il représente déjà 4 % du PIB. Si Trump applique son programme et baisse les impôts tout en procédant à une série d'investissements publics, il va creuser la dette et il deviendra difficile de financer le déficit public. Le risque sera alors que les taux d'intérêt d'obligation d'État remontent, ce qui aurait pour effet de freiner l'investissement, la consommation et, au final, de casser la croissance. »

LES BANQUES PRIVÉES FACE À LA DIGITALISATION

QU'ENTEND-ON PAR ÉPARGNE SALARIALE ?

Le digital est désormais une réalité dans les métiers de la gestion de patrimoine. Pour répondre aux attentes des clients en la matière, les établissements bancaires sont contraints de réaliser d'importants investissements. Ce nouvel environnement favorisera-t-il l'émergence d'une très grande banque privée 100 % en ligne ? Les responsables des principales banques privées demeurent pour l'instant assez dubitatifs sur la question.

© Ekaphon maneechot

LE DIGITAL S'IMPOSE AUX BANQUES PRIVÉES

Connectée et très bien équipée, la clientèle des banques privées est de plus en plus exigeante en matière de services digitaux. Selon l'Observatoire de la banque privée publié par Swiss Life Banque privée, elle attend principalement de son établissement bancaire de pouvoir procéder à des opérations de gestion, d'accéder à leurs données et de contacter leur conseiller en ligne. Mais les services proposés par les banques privées peuvent aller bien au-delà. Celles-ci sont de plus en plus nombreuses à proposer l'accès aux données bancaires sur smartphone ou tablette *via* une application et des rendez-vous par visioconférence ou à mettre à disposition un agrégateur de compte et des simulateurs de modélisation de portefeuilles.

LES BANQUES PRIVÉES INÉGALES DEVANT LES COÛTS D'INVESTISSEMENT

Le processus de digitalisation des outils et des services a un coût, loin d'être neutre pour les banques privées. Les structures adossées à un réseau de banques de détail tirent profit des synergies réalisées avec leur maison mère, soit en disposant des innovations développées pour le *retail*, soit en bénéficiant de moyens supplémentaires pour réaliser des opérations de croissance externe ou incuber de nouveaux acteurs. Pour les banques privées indépendantes, il est plus difficile de faire face à ce type d'investissement. Des dépenses d'autant plus importantes qu'elles doivent également se mettre en conformité avec les nouvelles réglementations européennes telles que MIF 2. La solution qui s'offre à elles est alors de mutualiser leurs investissements avec d'autres structures ou d'utiliser des outils commercialisés par des acteurs spécialisés (agrégateurs de comptes, outils de *back* et de *front office*).

Les enjeux financiers autour du digital sont colossaux

L'HUMAIN RESTE AU CŒUR DU DISPOSITIF

Le marché français serait-il prêt à accueillir une banque privée dont le modèle est 100 % tourné vers le digital à l'instar de l'offre proposée par Charles Schwab aux États-Unis ? *« Rien ne remplacera la relation directe entre le client et le banquier privé »*, estime Gilles Dard, responsable de la banque privée de Crédit Suisse en France. Un avis très largement partagé par les banquiers privés. À leur sens, les services digitalisés sont avant tout des outils permettant d'assurer une meilleure qualité de service et de mieux connaître ses clients avec notamment une collecte en ligne des informations. Les enjeux financiers autour du digital sont colossaux. Selon le cabinet de conseil McKinsey, les banques privées pourraient, en effet, aller chercher 42 milliards d'euros de revenus supplémentaires grâce à la clientèle en ligne. Il sera très intéressant de voir si le marché français pourrait être, dans le futur, une terre fertile au développement d'une banque privée entièrement dirigée vers le digital ou si l'environnement culturel et les attentes des clients demeurent trop différents.

DIGITAL
LE POINT DE VUE DES DIRIGEANTS DES BANQUES PRIVÉES

Martine Brousmiche,
HOTTINGUER

« Une banque privée telle que la nôtre doit poursuivre son processus de digitalisation afin d'offrir à ses clients des services supplémentaires de consultation consolidée et de site actif. Restant très attachés au modèle de banque de services, nous ne souhaitons toutefois pas entamer un processus de digitalisation à 100 %. Cela entraînerait une mutation trop profonde du métier tel que nous l'exerçons depuis maintenant deux cents ans. »

Christophe Burtin,
BORDIER

« Pour se doter d'outils informatiques de premier plan, une banque privée a deux solutions. Soit elle les développe elle-même, soit elle mutualise ses outils avec d'autres. C'est cette deuxième solution que notre groupe a retenue. Une stratégie qui a permis à Bordier & Cie de prendre l'un des meilleurs outils front office existant sur le marché. Pour les cinq années qui viennent, je ne vois pas de menaces directes des robo-advisors sur la clientèle de gestion de fortune. L'enjeu pour l'ensemble du marché est de montrer sa valeur ajoutée et de le prouver par de la performance et du service. L'aspect humain conservera par ailleurs toute son importance. »

Les banques privées indépendantes

Alain Massiera,
ROTHSCHILD PATRIMOINE

« Si vous avez un modèle davantage centré sur le segment des *very high net worth individuals* (VHNWI), la digitalisation doit être utilisée comme un moyen d'améliorer la productivité, c'est-à-dire de fluidifier la transmission d'informations aux clients (consultation des comptes, exécution d'opérations...). Lorsque votre clientèle est ciblée et limitée, vous pouvez éviter de digitaliser le conseil. »

Vincent Joulia,
BANQUE TRANSATLANTIQUE

« Les problématiques digitales propres à la banque privée sont intégrées à ceux du groupe. Il n'est pas évident d'anticiper les évolutions du marché en la matière. Surtout que le facteur humain et la partie conseil demeurent très importants sur notre segment de clientèle. Pour réussir le virage du numérique, nous pouvons mettre en avant le Lab 20 : une équipe de collaborateurs tous âgés d'une trentaine d'années développent ensemble des idées pour la transformation du numérique. »

Les banques privées affiliées à un grand groupe bancaire

Gilles Dard,
CRÉDIT SUISSE

« Nos enfants consommeront la banque d'une façon différente de celles de nos parents. Les banques privées n'ont, en réalité, pas d'autres choix que de prendre le pas de la digitalisation. Il va cependant falloir que l'industrie bancaire trouve son *business model*. Quelle est la bonne voie à suivre ? Faut-il passer par une croissance externe ? Doit-on privilégier une croissance organique ? Une chose est sûre, rien ne remplacera la relation directe entre le client et le banquier privé. »

Hugues Aubry,
SWISS LIFE

« Les services digitalisés et les moteurs d'analyse sont avant tout des outils. Remettons les choses dans leur contexte. Aujourd'hui, les robo-advisors ne représentent qu'une part mineure du marché et sont surtout présents sur le segment du *mass affluent*. Un indicateur intéressant a été publié dans notre observatoire : 70 % des personnes interrogées n'imaginent pas une relation avec leurs banques privées sans un service digitalisé mais, pour autant, leur première source d'information demeure leur banquier privé. »

RÉSIDENT FISCAL
TO BE OR NOT TO BE ?

Chaque pays fixe ses critères de domiciliation fiscale, et les situations de double résidence qui en résultent nécessairement sont résolues par le recours aux conventions fiscales. Il est donc bien souvent essentiel, pour les contribuables, de pouvoir invoquer le bénéfice de ces accords. Mais, revenant sur certains principes que l'on pensait établis, la jurisprudence récente adopte une approche plus restrictive sur cette question. Tour d'horizon.

DR

Entretien avec
Éric Chartier,
avocat depuis douze ans.
Il a développé une expertise en fiscalité patrimoniale et contentieux, avec une forte dimension internationale.

Julien Bellet,
avocat aux barreaux de Paris et de New York.
Il est spécialisé dans les questions fiscales relatives aux dirigeants (*management packages* notamment) et personnes fortunées.
Ils ont fondé fin 2016 le cabinet Altitude Avocats.

La résidence fiscale, qui permet de déterminer l'étendue des obligations fiscales d'un contribuable, devient de plus en plus un enjeu pour les États dans un contexte de liberté accrue de circulation des personnes. Revenant sur des principes que l'on pensait acquis, la jurisprudence récente fait peser aux contribuables de nouvelles contraintes dont il convient aujourd'hui d'apprécier la portée.

LES CRITÈRES CLASSIQUES DE RÉSIDENCE FISCALE

LES CRITÈRES DE DROIT INTERNE

Chaque pays fixe les règles permettant de considérer qu'une personne y a son domicile fiscal, et est donc imposable sur l'ensemble de ses revenus.

En ce qui concerne la France, les critères sont prévus à l'article 4B du CGI. Ont ainsi leur domicile fiscal en France les personnes :

• qui y ont leur foyer ou, à défaut, leur lieu de séjour principal ; ou

• qui y exercent leur activité professionnelle principale ; ou enfin

• qui y ont le centre de leurs intérêts économiques.

Ces critères sont alternatifs, en ce sens qu'il suffit que l'un soit rempli pour qu'une personne soit considérée comme ayant son domicile fiscal en France.

On observera à cette occasion que le critère des « 183 jours », fréquemment évoqué, ne représente pas le critère principal mais a, au contraire, vocation à jouer de façon accessoire.

Ces critères, tels qu'interprétés par la jurisprudence, ont un certain pouvoir attractif. Il a par exemple été jugé récemment que la perception de pensions de retraite de source française pouvait suffire à caractériser une domiciliation en France selon les critères de droit interne.

L'application de ces critères peut donc aboutir à créer des situations de double résidence (et donc de double imposition) à l'égard des contribuables qui seraient par ailleurs résidents fiscaux de l'État dans lequel ils ont élu domicile. Une telle situation est en principe réglée par la convention fiscale conclue entre les deux États concernés.

LES CRITÈRES CONVENTIONNELS

Les conventions fiscales contiennent leur propre définition du domicile fiscal, qui prime sur les critères prévus par le droit interne des pays signataires.

Pour synthétiser, les conventions prévoient, pour trancher les conflits de résidence, des critères qui s'appuient d'abord sur la notion de foyer et, en présence d'un foyer dans chaque État, se fondent sur la notion de **centre des intérêts vitaux**, entendu comme le centre des intérêts personnels et économiques. En pratique, c'est ce dernier critère qui est le plus fréquemment applicable.

De façon traditionnelle, les contentieux qui se nouaient en la matière ne portaient pas tant sur l'application de la convention fiscale en elle-même (qui semblait acquise à partir du moment où le contribuable domicilié à l'étranger y était bien résident fiscal au sens du droit local) que sur l'appréciation, très factuelle, du pays dans lequel le contribuable disposait d'un foyer ou, plus fréquemment encore, du centre de ses intérêts vitaux.

Ainsi, dans une décision récente, le Conseil d'État avait estimé qu'un contribuable domicilié en Belgique et y percevant ses revenus, versés par une société *holding* unipersonnelle constituée en Belgique, devait malgré tout être considéré comme ayant en France le centre de ses

intérêts personnels et économiques dans la mesure où la source exclusive des revenus de la société *holding* provenait de sa filiale française et que le revenu perçu par le contribuable venait en réalité rémunérer l'activité de dirigeant de la filiale française qu'il avait continué d'assurer.
Cette approche classique est toutefois battue en brèche par un nouveau courant jurisprudentiel.

UNE NOUVELLE APPROCHE DE LA NOTION DE RÉSIDENCE

Une tendance récente se dessine, selon laquelle **ne peuvent prétendre au bénéfice de la convention fiscale les contribuables domiciliés dans un État au regard du droit local mais qui n'y sont pas assujettis à l'impôt**.
Une première application est venue de l'administration fiscale qui, en 2012 et revenant sur une position prise dans les années 1970, a indiqué qu'elle ne reconnaîtrait plus comme résidents, au sens de la convention fiscale franco-suisse sur les revenus, les contribuables assujettis à l'impôt en Suisse sur une base forfaitaire déterminée uniquement à partir de la valeur locative de leur logement.
Si un tel raisonnement a pu s'appuyer sur les termes mêmes de la convention conclue avec la Suisse, qui contient certaines particularités, le mouvement a été suivi par le Conseil d'État qui s'est récemment lancé dans un travail d'interprétation constructive des conventions fiscales conclues par la France.
C'est ainsi que la Haute Cour a, déjà à plusieurs reprises, affirmé que l'objet des conventions fiscales est de lutter contre les phénomènes de double imposition, de telle façon que le « point d'entrée » au bénéfice d'une convention pour un contribuable réside bien dans son assujettissement à l'impôt dans le pays dans lequel il est établi.
Toute la question est alors de savoir ce qu'il faut entendre par « assujettissement à l'impôt ».
Bien que ce point n'ait pas été tranché de façon explicite, il nous semble que cet assujettissement doit porter sur les **revenus mondiaux**, et non pas seulement sur les revenus de source locale. Les conventions sont en effet souvent rédigées en ce sens, et le Conseil d'État semble en tirer un principe d'ordre général.
Cette approche marque un tournant dans la mesure où, jusqu'à présent, il semblait acquis que la convention devait permettre aux deux États signataires de répartir le droit d'imposer entre eux, peu important ensuite que l'État concerné taxe effectivement ou non les revenus en cause sur le fondement de son droit interne.
Cette analyse nouvelle doit amener à s'interroger sur la protection que peut offrir une convention conclue avec certains États qui ont fait le choix d'inscrire dans leur législation interne des régimes fiscaux incitatifs prévoyant, notamment, une exonération temporaire des revenus de source étrangère pour des personnes qui viendraient à y fixer leur résidence.
Or, l'application de la convention fiscale est essentielle pour assurer la bonne efficacité de ces régimes pour les contribuables qui feraient le choix de s'y placer, sauf pour ces derniers à couper tous liens avec la France, ce qui n'est pas toujours chose facile.
On notera toutefois que cette exigence d'assujettissement, à l'étranger, à l'impôt sur les revenus mondiaux ne signifie pas nécessairement une taxation pleine ou immédiate de ces revenus. Dans une décision rendue en 2012, le Conseil d'État avait jugé à propos du régime britannique dit de la *« remittance basis »* qu'il ne s'opposait pas à la qualification de résident fiscal britannique au sens de la convention franco-britannique dans la mesure où ce régime ne prévoit pas une exemption définitive des revenus étrangers, laquelle est reportée à la date de leur rapatriement en Angleterre.
On ne peut toutefois pas mesurer si, saisi à nouveau d'une telle question, le Conseil d'État ne nuancerait pas son analyse au vu de sa jurisprudence la plus récente.
Un dernier élément d'incertitude réside dans la position que pourrait prendre, sur cette même question, la Cour de cassation à l'égard des conventions fiscales conclues en matière de droits de succession, dont les clauses relatives à la résidence sont parfois rédigées de façon différente. À notre connaissance, cette Cour ne s'est jamais prononcée sur cette question, et sur ce point la plus grande prudence nous semble de rigueur.
En définitive, plus que jamais, en matière de résidence fiscale, les contribuables sont confrontés à des interrogations que l'on pourrait qualifier de « cornéliennes » !

LES POINTS CLÉS

- LA NOTION DE RÉSIDENCE FISCALE PERMET DE DÉTERMINER L'ÉTENDUE DES OBLIGATIONS FISCALES DES CONTRIBUABLES
- LES CONVENTIONS FISCALES VISENT À ÉVITER LES SITUATIONS DE DOUBLE RÉSIDENCE AINSI QUE LES HYPOTHÈSES DE DOUBLE IMPOSITION DES REVENUS
- LA JURISPRUDENCE RÉCENTE TEND À RÉSERVER LE BÉNÉFICE DES CONVENTIONS AUX PERSONNES QUI, DANS LEUR ÉTAT DE RÉSIDENCE, SONT ASSUJETTIES À L'IMPÔT SUR L'ENSEMBLE DE LEURS REVENUS
- IL EXISTE DONC UN RISQUE QUE LES PERSONNES BÉNÉFICIANT DANS LEUR ÉTAT D'UN RÉGIME D'EXEMPTION DE LEURS REVENUS DE SOURCE ÉTRANGÈRE SE VOIENT REFUSER LA PROTECTION QU'OFFRE LA CONVENTION FISCALE CONCLUE AVEC LA FRANCE

L'IMMOBILIER AMÉRICAIN, GÉNÉRATEUR DE RENDEMENTS ET DE CROISSANCE DES VALEURS…

L'immobilier américain et plus particulièrement floridien devient une évidence stratégique et financière pour de nombreux investisseurs français. Dans un marché segmenté et parcellisé, il est essentiel de se poser les bonnes questions et de s'adresser aux bons partenaires locaux.

Investir dans l'immobilier américain n'est pas une mince affaire. Si la démarche est devenue de plus en plus évidente et nécessaire dans une recherche de diversification et d'optimisation d'un portefeuille d'actifs, elle nécessite toutefois prudence, méthodologie et expertise. Pour éviter les faux pas et les désillusions, il est indispensable au préalable pour chaque investisseur de faire une profonde analyse sur ses besoins et ses objectifs. Acheter un bien immobilier américain doit être encadré par des experts fiscaux, comptables, et surtout, implique de savoir faire le tri en aval entre les produits.

Investir dans l'immobilier américain est un débat de spécialistes

Pascal Cohen, président du groupe Azur Equities

UN MARCHÉ DE SPÉCIALISTES

Depuis près de trente ans, les fondateurs du groupe Azur Equities réitèrent et martèlent auprès de leurs partenaires et clients les fondamentaux de leur philosophie :

1. Faire de la rentabilité.
2. Pérenniser une croissance des capitaux.

Depuis dix ans, le fonds Azur Equities a su garder le cap, passé entre les orages de la crise précédente de 2008, et continue de rester focus sur les segments porteurs du sud-est floridien. Développer et

À PROPOS DE LA FIRME

Azur Equities est l'un des acteurs majeurs du sud-est floridien. Depuis de nombreuses années, fort d'une philosophie rigoureuse et cartésienne, ce fonds d'investissement privé délivre des performances régulières de rendements élevés à ses clients.

investir dans l'immobilier est un travail d'expertise proche de « l'horlogerie ». Une activité de précision sur laquelle aucun acteur ne peut avoir la prétention de tout savoir sur tout et répondre à toutes les demandes clients dans toutes les régions des États-Unis. En 2013, 2014 et 2015, le volume des transactions immobilières réalisées par an en Floride dépassait le volume des transactions immobilières en France.

Un diagnostic suffisant pour comprendre l'importance de ce marché en valeur mais surtout, son étendue ainsi que sa diversité. Vingt-cinq pour cent des investissements immobiliers dans le sud de la Floride étaient réalisés par des acteurs internationaux. « Le grand Miami », qui regroupe les trois comtés de Miami Dade, Broward et West Palm Beach, figurait au rang de la quatrième destination mondiale pour les investissements immobiliers. Pour Pascal Cohen, président du groupe Azur Equities, les données statistiques et macroéconomiques du marché parlent d'elles-mêmes : *« Investir dans l'immobilier américain est un débat de spécialistes. La nécessité d'expertises à la fois techniques (liées à la régulation des villes et leurs districts) et marketing pour parfaitement analyser le produit immobilier dans son contexte géographique est essentielle pour mener à bien les différents projets de développement, pour porter et optimiser les biens immobiliers et savoir les sécuriser dans le temps. Délivrer des performances élevées de rendements des capitaux suppose une parfaite maîtrise et connaissance du marché et la capacité de pouvoir projeter son investissement en fonction de critères rationnels, financiers et urbains. Nous n'avons pas de boules de cristal devant nos bureaux, ni de critères de choix émotionnels. Nous analysons surtout le bien pour ses rentabilités actuelles et futures ainsi que ses valeurs intrinsèques dans sa perspective de vie. »*

En regardant les chiffres du marché, il est tout aussi essentiel de savoir prendre du recul. Tout ce qui se trouve sur le marché de l'immobilier américain n'est évidemment pas toujours bon à prendre. Beaucoup trop d'acheteurs ont entrepris la démarche avec leurs émotions et déclenché un achat sans expertise. Il est en effet essentiel de pouvoir scinder l'idée d'acheter une résidence pour ses beaux jours ou ses vacances de la démarche qui consiste à faire du rendement à court terme tout en bénéficiant de plus values à moyen et long terme.

ATTENTION AUX PRODUITS IMMOBILIERS HAUT DE GAMME

Aux États-Unis, deux facteurs clés vont affecter la rentabilité d'un bien : la Property Tax et les maintenances du bien lui-même, issues des prestations de l'immeuble. Évidemment, d'autres paramètres liés à la ville et au quartier vont faire évoluer le bien et sa valeur locative, mais clairement, le premier constat des cinq dernières années est sans appel : l'immobilier floridien haut de gamme présente les plus mauvaises rentabilités à court terme et les recherches de plus values y sont des plus hasardeuses.

S'ORIENTER SUR « LE MEDIUM MARKET » LOCATIF ET LES RÉSIDENCES DITES DE NICHE

Au cours du premier trimestre 2016 le magazine *Forbes* révélait les vingt plus rentables destinations immobilières aux USA. On y trouvait sept villes de Floride avec en tête de liste Fort Lauderdale, capitale du comté de Broward. Avec son développement et une croissance rationnelle éloignée des spéculations qui ont pu par endroits ébranler Miami, le comté de Broward a su faire évoluer son immobilier sur des critères économiques et démographiques. La ville de Davie, par exemple, vit une expansion saine et maîtrisée avec le développement de sa cité étudiante et l'arrivée programmée des grandes enseignes commerciales nationales américaines.

LES POINTS CLÉS

- UN MARCHÉ SAIN ET STABLE DÉVELOPPANT DES RENDEMENTS RÉGULIERS ENTRE 6 % ET 10 %
- L'IMMOBILIER FLORIDIEN, PARFAITE DESTINATION POUR LA DIVERSIFICATION EN DOLLAR DE VOTRE PORTEFEUILLE
- LA FLORIDE BÉNÉFICIE D'UNE FISCALITÉ AVANTAGEUSE POUR LES INVESTISSEURS INTERNATIONAUX

L'INÉLUCTABLE RETOUR DE LA RELANCE BUDGÉTAIRE…

Avec la crise financière, les banques centrales sont devenues des acteurs omniprésents sur les marchés financiers en prenant des mesures exceptionnelles, afin de stimuler la croissance et l'inflation. Force est de constater que ces mesures n'ont, jusqu'à présent, pas eu l'effet escompté. La croissance mondiale est toujours stagnante et l'inflation reste modérée. Mais à défaut d'effets tangibles sur l'économie, les vastes programmes d'assouplissement quantitatif (« QE ») mis en place ont totalement bouleversé un environnement obligataire que l'on croyait immuable, imposant aux investisseurs de revoir leurs modèles et de faire preuve d'une certaine agilité…

DR

Entretien avec Charles McKenzie,
directeur mondial des investissements obligataires, Fidelity

LES EFFETS COLLATÉRAUX DES « QE » SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les investisseurs dans les « actifs obligataires sûrs » (emprunts d'États d'échéances de zéro à trente ans), éprouvent de plus en plus de difficultés à investir dans des titres affichant des rendements positifs, ceux-ci se faisant sans cesse plus rares au sein de la classe d'actifs.

À l'échelle mondiale, les actifs dits sûrs représentent un montant de 27 300 milliards de dollars *(graphique)*, un chiffre qui n'a cessé d'augmenter à la suite de la multiplication des émissions par les États afin de financer leurs déficits budgétaires toujours plus importants. En soustrayant toutes les obligations déjà détenues par les banques centrales ou offrant un rendement négatif, il reste alors l'équivalent de 17 100 milliards de dollars (soit 63 % de la classe d'actifs) de titres sûrs accessibles et positivement rémunérateurs. Dans le même temps, la demande d'actifs sûrs a augmenté sous l'effet des contraintes réglementaires sur les banques et les compagnies d'assurance, ainsi que de l'aversion au risque généralisée face aux rendements réels négatifs.

Une gestion active des fonds déposés dans le PEE ou le Perco est essentielle

Dans ce contexte, les banques centrales sont donc condamnées à trouver un délicat équilibre entre le nécessaire soutien de l'économie et la préservation d'un secteur financier fortement impacté par les mesures non conventionnelles mises en œuvre.

Les taux négatifs se révèlent en effet être une arme à double tranchant. Si les coûts d'emprunt ont substantiellement baissé au cours des dernières années, favorisant ainsi l'investissement, les banques et les compagnies d'assurance doivent quant à elles faire face à une diminution de leurs marges et une augmentation de leurs dettes.

En outre, les analystes et les médias ont depuis longtemps averti qu'en se hasardant sur le marché avec leurs programmes de « QE », les banques centrales ont gravement perturbé l'équilibre entre l'offre et la demande. Or, ce déséquilibre est aujourd'hui susceptible de se muer en une vraie pénurie et les inquiétudes se sont accrues durant l'été.

UNE PÉNURIE OBLIGATAIRE GRANDISSANTE SUR LES MARCHÉS EUROPÉENS ET JAPONAIS

Dans la mesure où la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ) détiennent déjà 15 % et 38 % de leurs marchés respectifs d'emprunts d'État, les investisseurs ont commencé à se demander s'il y allait avoir suffisamment d'actifs sûrs en circulation pour les banques centrales et eux-mêmes.

Les politiques monétaires pourraient bel et bien être proches de leurs limites, problème auquel les banques centrales vont prochainement devoir faire face. En Europe, la BCE procède actuellement à un réexamen de sa panoplie d'outils monétaires et une annonce des changements est attendue à l'occasion de sa réunion de décembre.

La Banque centrale européenne ne se heurte pas encore à une pénurie d'obligations telle que connaît la BoJ, mais les signes d'insuffisance se font grandissants.
Pleinement conscient des problèmes de pénurie d'obligations et des difficultés des banques, le Conseil des gouverneurs va devoir trouver des solutions innovantes s'il veut prolonger son programme au-delà du mois de mars 2017.
Car la pénurie est également aggravée par les obligations réglementaires et les contraintes de gestion actif/passif qui s'imposent notamment aux assureurs.

© Tashatuvango

LES DIFFICILES RÉPONSES DES AUTORITÉS MONÉTAIRES

BCE et BoJ ont à leur disposition plusieurs options face à une pénurie d'obligations susceptibles d'être achetées dans le cadre de leur « QE ». L'une d'entre elles consiste à réduire la voilure du « QE ». Elle conduirait à rééditer le « taper tantrum » de 2013 lorsque les rendements se sont envolés après que la Fed ait fait connaître son intention de réduire progressivement son « QE ». Compte tenu de la duration des obligations, un « tapering » pourrait avoir des répercussions considérables et fortement négatives sur les cours. C'est ainsi qu'en 2013, une hausse de 150 points de base des rendements s'était traduite par une baisse de 10 % des cours.
De son côté, la BoJ a opéré un changement de cap le 21 septembre qui pourrait faire date. Sa décision de s'engager à maintenir désormais le rendement à dix ans proche de 0 % pourrait également être une autre option pour les banques centrales si elles peinent à trouver des obligations à acheter. Celles-ci ayant l'option de vendre des obligations si les rendements tombent en-deçà du taux cible.
Mais la meilleure réponse, celle qui permettrait d'atteindre les objectifs de stimulation de l'économie et de l'inflation tout en maintenant l'action des banques centrales semble devoir passer par des mesures budgétaires. C'est d'ailleurs implicitement la conclusion à laquelle sont parvenus les principaux pays industrialisés eux même en déclarant que *« à elle-seule, la politique monétaire ne peut donner lieu à une croissance équilibrée »*. C'était en février dernier…

LE RECOURS AUX MESURES BUDGÉTAIRES

Les États peuvent en effet recourir à l'arsenal budgétaire afin de stimuler la croissance économique. Mais bien qu'une expansion budgétaire puisse prendre la forme de baisses d'impôts, la théorie économique plaide en faveur de dépenses injectées directement dans le système. En effet, l'histoire montre que les investissements sont souvent plus efficaces que les baisses d'impôts pour relancer la croissance car ils sont assortis de multiplicateurs économiques plus élevés (mesure de la quantité de gains supérieurs aux dépenses engendrées par une mesure). Quand les anticipations de croissance sont faibles, les bénéficiaires des baisses d'impôts ont tendance à épargner ce qu'ils économisent, ce qui donne un multiplicateur assez faible. Parmi tous les types de dépenses publiques, il apparaît que des investissements ciblés dans les infrastructures seraient les plus efficaces pour relancer l'économie.
De plus, en émettant de la dette pour financer des mesures de relance budgétaires, la quantité d'obligations nouvelles émise permettrait aux banques centrales d'assurer la continuité du « QE ». De telles mesures pourraient contribuer à favoriser la croissance et l'inflation, facilitant ainsi la tâche des banques centrales et réduisant même la voilure du « QE » nécessaire.

À PROPOS DE L'AUTEUR

Charles McKenzie a rejoint Fidelity en 2014 en tant que responsable de l'équipe européenne de gestion de portefeuille pour le marché obligataire. Début 2016, Charles a été nommé responsable de l'équipe obligataire puis, en juillet, *chief investment officer* pour le marché obligataire.

Charles était gérant de portefeuille obligataire chez Global Asset Management avant de rejoindre Morgan Grenfell Asset Management en 1993. Chez Morgan Grenfell, qui est devenu Deutsche Asset Management, Charles a occupé plusieurs postes, dont ceux de gérant de portefeuilles obligataires internationaux à Londres et Francfort, de responsable de l'équipe obligataire australienne à Sydney, et enfin de responsable de la gestion obligataire pour le Royaume-Uni, à Londres.

En 2005, l'équipe de Deutsche AM a été transférée à Aberdeen Asset Management, où Charles était responsable de la stratégie obligataire pour la région EMEA. En 2012, Charles a rejoint JP Morgan Asset Management, où il était *managing director* et membre de l'équipe de gestion chargée de l'activité obligataire pour la région EMEA.

R Karya Macro Fund, une diversification gage de robustesse pour une stratégie directionnelle

DR

Entretien avec
Charles Lacroix
responsable du *business development*, Rothschild HDF Investment Solutions

Après R Parus Fund et R CFM Diversified Fund, Rothschild Asset Management vient de lancer R Karya Macro Fund, un fonds global macro issu d'un partenariat entre Rothschild HDF Investment Solutions, le gérant américain Karya Capital Management et la plate-forme opérationnelle Innocap. Une offre de gestion innovante et complémentaire de la gamme déjà existante de la plate-forme alternative UCITS InRIS que nous présente Charles Lacroix.

DÉCIDEURS. Pourquoi avoir mis en place ce partenariat ?

Charles Lacroix. Dans un contexte de taux bas et de valorisation élevée des actifs financiers, l'ajout d'une stratégie « global macro » comme outil de diversification sur la plate-forme nous a paru être une évidence. En effet, son caractère multi-assets multi-zones géographiques ainsi que la capacité pour le gérant de se positionner à l'achat ou à la vente en fonction de ses anticipations sur les différentes classes d'actifs en font une réponse adaptée aux besoins de nos investisseurs. Le lancement de R Karya Macro Fund est l'aboutissement d'un processus de près de deux ans car nous souhaitions sélectionner un gérant de grande qualité (de nombreux gérants macro rentrant selon nous dans cette catégorie ont beaucoup collecté ces dernières années et leurs stratégies n'offrent plus de capacité) et mettant en œuvre une stratégie compatible avec les règles d'investissement UCITS en termes de diversification et de liquidité (la réplication *pari passu* de la stratégie de référence étant l'une des pierres angulaires de notre approche). Karya Capital Management est une société de gestion basée à New York fondée en 2011 par Rajiv Sobti, l'une des figures les plus expérimentées de la gestion macro, qui s'est entouré d'une équipe de grande qualité. Karya gère près d'un milliard de dollars dont près de la moitié sur sa stratégie macro.

Comment s'articule précisément le processus d'investissement ?

L'équipe de gestion identifie des thèmes macroéconomiques saillants (divergence de politiques monétaires, valorisation des différentes classes d'actifs, etc.) et effectue alors un travail en profondeur d'identification des primes de risque qui seront les plus réactives (à la hausse ou à la baisse) à la matérialisation de leur thèse.

Les thèmes identifiés ont vocation à rester en portefeuille entre dix-huit et vingt-quatre mois tandis que leur implémentation au travers des primes de risque peut être de plus court terme (3-6 mois).

Ce découplage entre l'horizon de la thèse d'investissement (par nature de long terme) et celui de son implémentation (plus réactif) nous paraît particulièrement adapté dans un contexte de marchés volatils.

Par ailleurs, le processus d'investissement de R Karya Macro Fund se caractérise par une grande diversification (entre six à douze thèmes d'investissement), le meilleur gage de robustesse pour une stratégie directionnelle.

Comment les risques du portefeuille sont-ils gérés ?

La gestion du risque occupe une place centrale dans le processus d'investissement du fonds. Les indicateurs de risque couvrent plusieurs dimensions selon un protocole précis. À titre d'exemple, un des objectifs du fonds est de limiter la contribution d'une même position à la VaR totale, afin de limiter ainsi le risque de concentration.

> « La gestion du risque occupe une place centrale dans le processus d'investissement du fonds »

Le processus d'investissement est très encadré en matière de gestion du risque : calibrage fin de la volatilité *ex ante* du portefeuille, *stop-loss* dynamiques, scénarios de stress de liquidité et de « gap risk », etc.

LES POINTS CLÉS DU FONDS R KARYA MACRO FUND

- UNE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT SOPHISTIQUÉE DANS LE CADRE D'UN PROCESSUS COHÉRENT ET REPRODUCTIBLE
- UNE FORTE CULTURE DE LA GESTION DES RISQUES ET UNE ATTENTION PARTICULIÈRE PORTÉE À LA DIVERSIFICATION DU PORTEFEUILLE
- CAPACITÉ À GÉNÉRER UNE RENTABILITÉ SIMILAIRE AUX ACTIONS AVEC UNE FAIBLE CORRÉLATION AUX CLASSES D'ACTIFS TRADITIONNELLES
- UNE ÉQUIPE D'INVESTISSEMENT STABLE ET EXPÉRIMENTÉE, DONT LES PRINCIPAUX MEMBRES TRAVAILLENT ENSEMBLE DEPUIS PLUS DE DIX ANS

Sur quels thèmes d'investissement le fonds est-il actuellement investi ?
Globalement, Rajiv Sobti estime que l'intervention des banques centrales limite les risques extrêmes sur les marchés, dans un contexte où la valorisation élevée des actifs laisse peu de place à court terme pour des paris purement directionnels. Aussi, l'équipe de gestion privilégie des stratégies de « carry » (long obligations US indexées sur l'inflation, long MBS, long Crédit corporate européen investment grade, short haut rendement corporate US) tout en maintenant une exposition acheteuse prudente (25 % d'exposition nette) sur les actions européennes et japonaises. Sur le front des devises, le fonds est notamment vendeur de livre sterling et acheteur de yen. Ces positions sont notamment sous-tendues par la remontée progressive des taux par la Fed, l'assouplissement quantitatif en cours en Europe, et la fin du supercycle des matières premières qui devrait peser sur la qualité de crédit des entreprises du secteur avec un risque de propagation à l'ensemble des marchés de crédit haut rendement.

Pourquoi investir dans R Karya Macro Fund ? À qui s'adresse ce fonds ?
R Karya Macro Fund a pour objectif premier de délivrer une performance décorrélée de celle des actions et des taux. Il s'agit d'un outil de diversification, dans un contexte de marchés qui requiert une grande flexibilité.
En termes d'allocation, R Karya Macro Fund doit s'entendre comme un substitut aux actifs risqués, son niveau de volatilité *ex ante* s'établissant en moyenne aux alentours de 10 %. Le niveau de risque de cet OPCVM est de 7 et reflète principalement une politique de gestion discrétionnaire sur les marchés actions et produits de taux.

La fin du supercycle des matières premières devrait peser sur la qualité de crédit des entreprises du secteur avec un risque de propagation.

© LI CHAOSHU

Les politiques keynésiennes vont prendre le relais des banques centrales

DR

Entretien avec
Marc Craquelin
directeur de la gestion d'actifs, La Financière de l'Échiquier

Entre risque politique et décollecte massive, les marchés boursiers européens ont vécu une année 2016 éprouvante. Peut-on espérer un retour en grâce en 2017 ? Le directeur de la gestion de la Financière de l'Échiquier pense qu'il y a de bonnes raisons d'y croire.

DÉCIDEURS. Comment expliquez-vous l'année relativement décevante des marchés actions européens ?

Marc Craquelin. En raison des incertitudes nées du risque politique, l'Europe est perçue par les investisseurs comme moins attrayante. Si le Vieux Continent n'a pas connu une croissance effrénée, celle-ci n'est cependant pas très loin de 1,6 %, soit le chiffre qui avait été anticipé par les marchés. Ce n'est donc pas tellement du côté de l'évolution du PIB que vient la déception. De ce point de vue là, les États-Unis, avec une croissance inférieure à 2 %, sont largement en dessous des attentes.

La grande majorité des gérants nous prédisait pourtant en début d'année un retour en force des marchés européens.

Ce fut une erreur collective. Nous pensions que le momentum allait s'améliorer. Si au vu de l'évolution de la croissance européenne nos anticipations se sont révélées exactes, cela ne s'est hélas pas matérialisé sur les marchés. Les investisseurs restant sur la réserve en raison du calendrier électoral en Europe. Ce statu quo des marchés s'explique également par une décollecte massive en 2016.

Les voyants vont-ils enfin passer au vert ?

Plusieurs signaux forts peuvent nous le faire penser. Les marchés sont désormais assez résilients sur les mauvaises nouvelles. En parallèle, à l'intérieur des indices, on assiste à une rotation sectorielle avec le rebond des titres *value* vis-à-vis des valeurs de croissance. Ces dernières, très dépendantes du niveau des taux d'intérêt, sont pénalisées par les anticipations de remontée de taux, les investisseurs ayant fait le choix de prendre un peu de leurs bénéfices sur ces positions et de les réallouer sur la partie mal aimée de la cote.

Quels sont vos thèmes d'investissement préférés ?

Nous sommes désormais davantage investis sur les titres *value* que sur les valeurs croissance, notamment au sein de notre fonds Échiquier Agressor. Nous investissons également dans le secteur de la construction, dans des entreprises comme Legrand et Saint-Gobain. Autre thème mis en exergue, celui du cycle automobile. Nous l'avons significativement renforcé après le Brexit. Vous trouverez dans nos portefeuilles Michelin ou Faurecia. Afin de tirer profit de la stabilisation des économies émergentes, nous suivons certaines entreprises du secteur du luxe, Hermès, Swatch et LVMH notamment. Enfin, nous avons repondéré en partie le secteur du pétrole et des matières premières en nous positionnant sur Vallourec et Rotork, par exemple.

La Chine et les États-Unis sont en train de mettre en place des politiques de relance budgétaire de grande envergure. Comment les investisseurs européens peuvent-ils en tirer profit ?

C'est un positionnement qui est moins dans l'instantané car ces politiques vont se déployer dans le temps. Des montants significatifs vont être investis pour renouveler les infrastructures vieillissantes. Ces politiques vont prendre le relais des banques centrales. Il était temps de faire autre chose. Les banques centrales ont été au bout de ce qu'elles pouvaient faire. À moyen terme, ces changements pourraient profiter aux entreprises de la construction et à d'autres secteurs de niche.

Depuis deux ans, les small et mid-cap réalisent des performances boursières bien supérieures aux grandes capitalisations. Comment l'expliquez-vous ?

Historiquement, ce marché se signale lorsqu'il n'y a pas de choc majeur. Ces trois dernières années, les small et mid-cap ont surperformé les large, avec moins de volatilité, un phénomène inédit. Cette performance s'explique par l'accélération de la croissance de leurs bénéfices par action. Ces titres ont également tiré profit de la multiplication des opérations de fusions et acquisitions sur ce segment de marché. Dans les mois à venir, je ne pense pas qu'il y ait de risques liés à la valorisation. En revanche, les flux vers les petites capitalisations sont nettement plus significatifs. C'est un élément à prendre en compte car cet univers d'investissement est beaucoup moins liquide que celui des grandes capitalisations.

www.siati.fr

SIATI

Sommet Infrastructures, Aménagement du Territoire & Immobilier

CONFÉRENCES, DÎNER DE GALA & REMISE DE TROPHÉES

@siati_event
#SIATI2017

Sommet infrastructures, aménagement du territoire et immobilier

13 JUIN 2017

PAVILLON D'ARMENONVILLE / PARIS

Contact & Inscription :
Benoît de Montmarin
bdemontmarin@leadersleague.com
01 45 02 26 13

SPONSORS PLATINES

pbb DEUTSCHE PFANDBRIEFBANK · avocats. associés · LACOURTE RAQUIN TATAR AVOCATS · LE BOIS LAMELLÉ DANS LA VILLE · HAUSSMANN EXECUTIVE SEARCH

PARTENAIRES

afilog · Agora des Directeurs IMMobiliers · CPPP · Construction21 · DÉCIDEURS MAGAZINE · epe · forum · Jaguar · La Fabrique de la Cité · ORIE · RICS · SBA

AVEC LE SOUTIEN DE

Ville Rail & Transports · Frerejean Frères · Clément · Rhum J.M

ALLURE

FINANCE

MULTI FAMILY OFFICE

Immobilier

Gestion d'actifs

Conseil en financement

Corporate finance

www.allurefinance.fr