

Les rachats d'actions dopent-ils la Bourse ?

Entretien avec

Christophe Kullmann

président de la Fédération des sociétés immobilières et foncières



Loi de Finance 2018 :

retour en grâce du capital ?



Charles-Henri d'Auvigny

Président

Sommaire

ACTUALITÉS DE LA F2iC - AGENDA P. 2

- Repères
- Les réunions d'actionnaires F2iC/CLIFF

MARCHÉS P. 4 - 6

- Quand l'euro joue les vedettes et les trouble-fêtes
- Les crypto-monnaies bouleversent la donne

ENTRETIEN P. 8

- Christophe Kullmann, président de la Fédération des sociétés immobilières et Foncières

DOSSIER P. 10

- Regain d'intérêt pour les rachats d'actions

GESTION DE PORTEFEUILLE P. 14

- Bertille Knuckey, co-gérante de Sycomore Happy@Work

PÉDAGOGIE P. 16

- Petit raccourci d'analyse Financière

INVESTIR AUTREMENT P. 20

- Crowdfunding immobilier : le petit placement qui monte...

FISCALITÉ P. 22

- Réforme Fiscale 2018 : une avancée – limitée – pour les actionnaires

VIE DE LA FÉDÉRATION P. 24

- Non à l'instabilité Fiscale !

La fiscalité est un sujet majeur pour les Français et plus particulièrement les investisseurs individuels que nous sommes. A travers la politique fiscale des gouvernements, nous pouvons ainsi déterminer le niveau d'empathie qu'ils accordent aux épargnants. Le gouvernement d'Edouard Philippe nous assure d'une stabilité fiscale que nous appelons de nos vœux depuis de nombreuses années. Par ailleurs dans le Projet de Loi de Finances 2018, certaines mesures vont dans le sens d'une certaine reconnaissance des risques que nous prenons avec notre épargne en investissant dans les entreprises : le Prélèvement Forfaitaire Unique (PFU à 30 %), la sortie des valeurs mobilières de l'assiette de l'ISF... Mais lorsque nous parlons de stabilité, il faut s'y tenir. Or, le gouvernement cède trop souvent à la tentation de reprendre de la main gauche ce qu'il a accordé de la main droite. Le feuilleton de la rétroactivité des prélèvements sociaux sur les PEE et le PEA en est la dernière illustration. Une fois de plus, la Fédération s'est mobilisée pour que le gouvernement revienne sur cette disposition alors que le candidat Macron avait inscrit dans son programme qu'il ne toucherait pas au régime fiscal du Livret A et du PEA. On pouvait jouer sur les mots puisqu'il s'agit de charges sociales et non de taxes. Mais le symbole est là ! Ce point est symptomatique du comportement de Bercy qui a du mal à lâcher du lest. Cela donne un mauvais signal aux investisseurs.

Fort heureusement, le gouvernement a été sensible à nos arguments et s'est vite rendu compte de l'incongruité de cette mesure. Mais la question ne se limite pas au seul PEA. La discussion du budget au Parlement sera l'occasion de défendre nos idées et demander au législateur de revenir aux fondements d'une fiscalité incitative à l'investissement dans les entreprises. La Fédération défend aussi auprès des parlementaires la création d'un PEA jeunes afin d'initier les jeunes générations à investir dans les entreprises. Un tel PEA jeunes n'empêcherait pas le rattachement du jeune au foyer fiscal de ses parents, comme c'est le cas maintenant. Et par ailleurs, cela pourrait inciter les banques à proposer de tels investissements à leur clientèle de jeunes. Autre sujet, la réintégration des SIIC (sociétés d'investissement immobilier cotées) dans le PEA. Nous avons besoin de clarté et de stabilité. Pour la clarté, il y a encore un gros chantier à entreprendre compte-tenu de l'ensemble des niches fiscales qui existent et l'empilement des dispositions qui se sont accumulées au fur et à mesure des années.

Si nous voulons arriver à une fiscalité incitative et claire, il faut avant tout s'attaquer à la dépense publique. Comment un pays comme la France peut-il survivre avec un taux de prélèvement de 56 % du PIB ? 56 % de notre richesse est consacrée à des dépenses publiques. Cela n'est malheureusement pas tenable sur le long terme avec le niveau d'endettement du pays. Ainsi plus des deux-tiers de l'épargne financière des Français va financer cette dette au lieu de s'orienter vers les entreprises qui créent des emplois.

La Fédération souhaite continuer à intervenir dans le débat public pour vous et nos entreprises. Nous avons besoin de vous alors n'hésitez pas à proposer à vos amis investisseurs de nous rejoindre (inscription gratuite sur www.f2ic.fr). Plus nous serons nombreux, mieux nous serons entendus.

Editeur : Fédération des Investisseurs Individuels & des Clubs d'Investissement

Immeuble Praetorium
14 place des Reflets
92054 PARIS LA DEFENSE CEDEX
Tél. : 01 42 60 12 47
Fax : 01 42 60 10 14
Courriel : info@f2ic.fr
www.f2ic.fr

Directeur de la publication :

Charles-Henri d'Auvigny

Directeur de la rédaction :

Aldo Sicurani

Ont participé à ce numéro :

Stéphane Le Page,
Frédéric Tixier.

Régie publicitaire, conception et réalisation :

Ediazur

Tél. : 04 93 49 27 09 - Fax. : 04 93 49 27 03

Courriel : ediazur@ediazur.com

Graphiste :

Corinne Lefebvre

Photo couverture : © Fotolia.com : © taa22

Photos intérieures : Fotolia.com :

© FotoBob - © Olivier DIRSON - © Andrey Popov

© lemontreemages - © Baillou - © weyo

Vu dans la presse

« Placements : les 3 paradoxes de la rentrée »



Comment prendre les bonnes décisions ? Telle est la question à laquelle Les Echos Patrimoine tentent de répondre dans leur édition du 13 octobre, au moment où non seulement la donne fiscale est bouleversée mais où « les certitudes sur lesquelles s'appuient les épargnants vacillent ». Alors que « les rapports rendement-risque des différents placements sont sérieusement bousculés », le journal tente de répondre à trois questions essentielles pour 2018 : faut-il encore investir dans l'immobilier ? l'assurance-vie en euro est-elle toujours un placement sûr ? est-ce le moment de revenir vers les actions ? Comme d'habitude, un dossier sérieux et très bien documenté qui... vous laisse sur votre faim. Car les conseillers n'étant pas les payeurs, les journalistes du supplément posent mieux les questions qu'ils ne donnent de réponses tant ils prennent des précautions infinies pour énoncer leurs recommandations. Un exemple ? Après avoir égrené tous les grains de sable qui enrayent la puissante machine de l'assurance-vie en euros (chute des taux obligataires, rendements négatifs en cas de retour de l'inflation, menace de remontée des taux), le texte se termine par « Mais

peut-on pour autant se passer de l'assurance-vie en euros ? » Pareil pour les actions européennes qui ont la cote ; peut-être un peu trop ! Il faut donc y aller mais avec prudence, progressivement afin de « lisser d'éventuels à coups ». Au final, une lecture peut-être frustrante mais qui reste indispensable. Vous voyez, Inform@ctions tombe dans le même travers !

>> Stratégies gagnantes

Le Revenu prend plus de risques, dans son édition du 22 septembre, et conseille franchement de se positionner sur les actions dans un environnement où les placements sans risques, ajustés de l'inflation, ne rapportent quasiment plus rien. « Les actions restent le pari des stratèges dans les prochains mois, et le seul véritablement rémunérateur avec des gains qui peuvent déjà dépasser les 15 % en 2017 », écrit le journal en préambule de son enquête. Avec une préférence très marquée pour les valeurs européennes qui bénéficient du retour à une croissance plus soutenue, de taux très bas et de valorisations sensiblement plus raisonnables que celles de leurs consœurs européennes.

>> Les Français sont des veaux !

C'est par la célèbre remarque du Général que démarre l'éditorial de la dernière livraison du Monde Argent (11 octobre). Loin de nous l'idée de

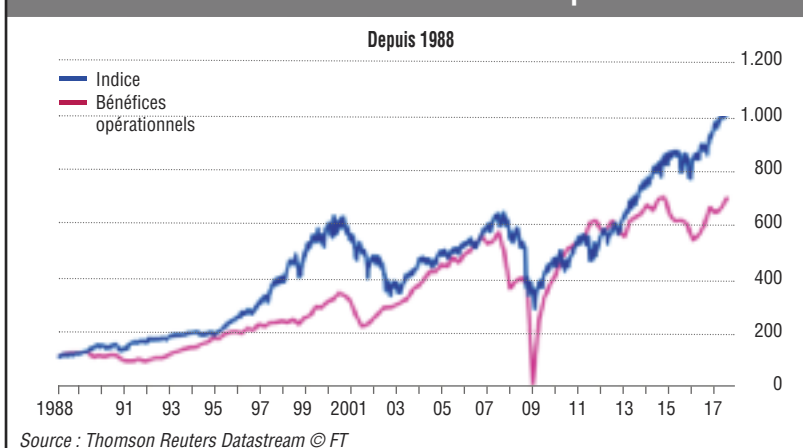
livrer notre avis sur cette épineuse question si ce n'est pour remarquer que l'auteur soulève une question digne d'être examinée avec sérieux : « Comment expliquer qu'un pays produisant plus de 400 fromages place l'essentiel de son épargne financière sur deux produits à la rentabilité - médiocre : le Livret A et l'assurance-vie en euros ? » Question d'autant plus troublante que la situation ne va pas s'arranger. Partant du constat que les Français n'ont pas forcément peur du risque mais ont le souci - très compréhensible - de la liquidité de leurs placements, les équipes du supplément Argent explorent plusieurs pistes originales qui permettent (ou permettraient) de donner un peu de vigueur à l'assurance-vie.

>> Une prudence peut-être fondée

Cette méfiance des Français pour les actions, pour regrettable qu'elle soit à long terme, ne manque peut-être pas de pertinence dans ces temps troublés que nous traversons. Des gazettes aussi sérieuses que Les Echos ou le Financial Times

commencent à s'interroger ouvertement sur la pérennité de la hausse de Wall Street (11 mois d'affilée, du jamais vu depuis 1959) et de l'expansion américaine (100 mois consécutifs, la troisième plus longue séquence depuis 1854). Pour le lauréat du Nobel d'économie Robert Schiller, la probabilité d'un nouveau krach est très forte. Selon lui, Wall Street n'a été aussi cher qu'en deux occasions dans l'histoire : à la veille du krach de 1929 et de l'éclatement de la bulle Internet. Impossible de prévoir l'événement déclencheur. Quant à savoir ce qui peut soutenir les cours, là aussi l'incertitude règne : la croissance des bénéfices et de l'activité économique est au rendez-vous mais l'empilement des dettes publiques et privées n'a jamais été aussi haut. Ce n'est pas le moment de jouer aux apprentis sorciers.

L'indice S&P 500 et les bénéfices opérationnels



Les réunions d'actionnaires F2iC/CLIFF en 2017

15 mars	Michelin et Sanofi	Lille
10 mai	L'Oréal et Renault	Lille
23 mai	Deutsche AM et WeSave	Paris
7 juin	Bouygues et Michelin	Grenoble
8 juin	Engie et L'Oréal	Annecy
12 juin	Cie des Alpes, Lisi Group et Natixis	Lyon
13 juin	Suez	Bordeaux
19 juin	Carrefour et Saint-Gobain	Lyon
21 juin	Airbus	Paris
22 juin	Eurazeo, L'Oréal et Renault	Strasbourg
27 juin	Air Liquide et Edenred	Dijon
5 juillet	L'Autorité des marchés financiers	Dijon
4 septembre	Michelin	Paris
7 septembre	Cie des Alpes, Quantum Genomics et Interparfums	Paris
19 septembre	Air Liquide et L'Oréal	Lyon
25 septembre	Bic, L'Oréal et Seb	Strasbourg
2 octobre	Michelin et Vivendi	Caen
2 octobre	L'Autorité des marchés financiers	Lyon
5 octobre	EDF et Total	Reims
9 novembre	Edenred et Orange	Grenoble
16 novembre	Bic, Seb et Thermador	Bordeaux
28 novembre	Air Liquide et CNP	Toulouse
7 décembre	AXA et Lagardère	Rennes
18 décembre	Eurazeo, Europcar et Gecina	Nice

Ils soutiennent la F2iC

L'ORÉAL

Edenred

BIC

MICHELIN

EURONEXT

SOCIETE GENERALE

Air Liquide

EDF

orange

reinventons / notre métier

PME FINANCE

SANOFI

BINCK.FR

NATIXIS

EUROPLACE

SAINT-GOBAIN

vivendi

Lagardère

BOURSE DIRECT

BNP PARIBAS

gecina

Vilmorin & Cie

suez

IFG

afg

ENGIE

REXEL

Boursorama

Amfi

CIC

Thermador Groupe

TOTAL

S&P

Quand l'euro joue les vedettes et les trouble-fêtes

La devise européenne a pris tout le monde à contrepied en entreprenant un rebond face au dollar. Les bourses européennes ont marqué une pause au printemps. Les investisseurs ont revu leurs stratégies, arbitrants entre les titres ou couvrant leurs positions contre le risque de changes.

Stéphane Le Page



L'année 2017 est placée sous le signe de l'euro, d'un euro reconquérant. Face aux autres devises, face au dollar surtout. Par rapport au billet vert, elle gagnait plus de 11 % à la fin de la première semaine d'octobre, à un peu plus de 1,17 dollar. Le 8 septembre, elle avait renoué avec ses niveaux de la fin 2014, à 1,20359 dollar pour un euro. Cette ascension, le Dow Jones en a épousé les courbes. Au 6 octobre, il avait progressé de 15,2% depuis le début de l'année, à 22 773,67 points. Pour les indices européens, ce ne fut pas le cas. La deuxième partie du printemps a marqué un décrochage. Le CAC 40 qui avait atteint son plus haut niveau en mai, à 5 432 points, a accusé le coup. Aujourd'hui, il revient poussivement vers ces niveaux. Le 6 octobre, il évoluait autour des 5 360 points, soit plus de 10 % au-dessus de son score du début de l'année. Même constat pour l'EuroStoxx 50, à 3 603 points (+9,5 % depuis le 1er janvier). L'euro freine l'évolution des principaux indices de la zone euro, et pèse sur les cours des grands groupes exportateurs.

Cette envolée de l'euro a pris de court une grande partie des investisseurs. « *La prévision des taux de changes est très difficile à réaliser. Les économistes et analystes se trompent souvent. Les erreurs sont fréquentes* », décrit Jean-Marc Maringe, responsable Actions ISR chez AXA Investment Managers qui rappelle le précédent de la livre sterling avec l'annonce du Brexit en juin 2016. Fin de l'année dernière, le dollar était plutôt bien positionné avec l'élection de Donald Trump à la présidence américaine. Sa politique « America First » devait favoriser la croissance américaine, avec une relance budgétaire accompagnée d'une baisse des impôts. Les entreprises outre-Atlantique allaient en profiter. La Reserve Federale (Fed), la banque centrale américaine, a poursuivi le relèvement de ses taux entamé en décembre 2015 ; mieux, l'a accéléré. Un soutien pour le dollar. Depuis que Donald Trump s'est installé à la Maison Blanche, elle a procédé à trois hausses, de décembre à juin. Son taux directeur d'intérêt est désormais à 1,25%. Ce resserrement de la politique monétaire accompagne la reprise économique.

>> Les marchés jouent la hausse de l'euro

Les signes sont alors là. Le niveau du chômage se situe au-dessous de 5 %. La croissance du produit intérieur brut s'accélère, passant de 1,2 % au premier trimestre 2017 à 3 % au deuxième trimestre. L'inflation reste contenue autour de 2 %.

Avec de telles perspectives, le billet vert avait des chances de revenir à parité avec la monnaie unique. En décembre 2016, l'euro était à 1,04 dollar. Mais la politique tant promise par l'administration Trump a tardé à se mettre en place. Et puis, la Fed doit aussi réduire son bilan, le ramener de 4 500 milliards de dollars d'actifs à moins de 1 000 milliards, son niveau d'avant la crise des « subprimes », en 2007. Cela passe par la cession des titres hypothécaires et des obligations achetées pour soutenir les marchés au plus fort de cette crise financière majeure. Ce serait un comble que la vente de ces titres provoque un effondrement de ces mêmes marchés. Avec ces inconnues, ces hésitations, la tendance s'est alors inversée. Même si elle est un peu en retrait, la zone euro connaît un redémarrage économique. Les voyants se mettent au vert : emplois, investissements des entreprises, excédents commerciaux. La politique d'un euro affaibli a payé. Les échéances politiques ont permis de ramener la stabilité dans la zone euro, fragilisée notamment par le Brexit. En mai, l'élection d'Emmanuel Macron à la tête de la France a participé à cette amélioration. Le couple franco-allemand peut opérer. Seulement la victoire à la Pyrrhus d'Angela Merkel aux législatives allemandes en septembre et les envies d'indépendance de la Catalogne en octobre ont marqué un coup d'arrêt. Il est revenu sous 1,18 dollar. Mario Draghi est soulagé. Le président de la Banque centrale européenne était fier d'être sorti de

la spirale déflationniste, mais la remontée si rapide de l'euro pouvait mettre à mal sa politique. L'inflation est encore faible et ne justifie pas encore une hausse des taux en zone euro. Une hausse qui aurait pour corollaire un renforcement de l'euro. Ce que jouent les marchés.

» Impact négatif sur les bénéfices

Du côté des entreprises cotées, ce renforcement de la devise européenne ne fait pas les affaires de nos grands exportateurs. Une majorité des valeurs vedettes du CAC 40 traitent à l'international, et vendent donc en dollars. Selon Datastream, la structure géographique des chiffres d'affaires des sociétés de l'indice Stoxx est à 41 % en euros, tandis que celle de l'activité des composantes du S&P 500 ressort à 72% en dollars. Ainsi, Air Liquide réalise plus de 40 % de son chiffre d'affaires en Amérique du Nord, notamment depuis le rachat d'Airgas en 2015. Pour LVMH, c'est 31% de ses ventes aux Etats-Unis. Au cours de la présentation de leurs résultats semestriels, certains groupes ont laissé entendre que la hausse de l'euro aurait un impact négatif sur leur chiffre d'affaires. Schneider Electric l'anticipe à hauteur de 250 millions d'euros pour l'exercice. Au cours du premier semestre, changes et matières premières ont amputé de 355 millions d'euros le niveau d'activité de Peugeot. Malgré la dynamique économique bonne, les analystes ont revu à la baisse des bénéfices. D'après une étude de Rothschild, une hausse de 7 % de l'euro face au dollar aurait un impact négatif de 3 à 4 % sur les bénéfices par action des entreprises européennes. « *Le dollar n'est pas le seul paramètre à retenir. Il faut tenir compte de l'évolution contre les devises émergentes et l'exposition dynamique de leur couverture des changes* », relativise Loïc L'Hermitte, responsable de la gestion privée chez Federal Finance Gestion.

« *Chez AXA IM, nous tenons compte des taux de change mais dans un cadre global. Nous regardons tout d'abord le dynamisme de l'économie. Dans nos portefeuilles, nous raisonnons essentiellement en sur ou sous-investissement aux valeurs dollars ou sterling*, explique Jean-Marc Maringe, responsable Actions ISR chez AXA IM. *Avant de procéder à des cessions de titres, nous regardons le « pricing power » des valeurs en portefeuille, c'est-à-dire leur capacité à répercuter les hausses de coûts à leurs clients. Hermès a cette capacité, par exemple. Le groupe français de luxe produit en euros et réalise une part majeure de son activité en dollars. Nous ajustons les portefeuilles au fil de l'eau* ».

Même si la gestion de l'exposition aux devises est le pain quotidien des directions financières des grands groupes, les sociétés de gestion préfèrent tout de même proposer pour de nombreux fonds actions ou obligations internationaux, des parts couvertes en devises et des parts non couvertes. Fédéral Finance Gestion pratique ainsi la couverture. « *Nous proposons la gestion sous mandat. Dans le cadre de nos mandats, en fin d'année dernière, nous avons décidé de faire un balancement vers des fonds couverts sur les Etats-Unis. Bien, nous en a pris*, raconte Loïc L'Hermitte. *Sur un des fonds par exemple (Franklin Templeton Global Bonds), depuis le début de l'année,*

la différence est notable : - 6 % pour la part non couverte et + 3 % pour la couverte. Sur les titres vifs, nous avons fait le choix des titres de croissance et/ou affichant des cash-flows robustes dont la base de coût en euros est optimisée. »

Chez Athymis Gestion, deux des principaux fonds, Athymis Patrimoine et Athymis Global sont couverts aux deux-tiers contre le risque de change. Il y a d'autres stratégies. « *Nos fonds de stock picking ne sont pas*, déclare Arnaud Chesnay, gérant de la gamme des fonds Athymis Millenials. *Nous ne prévoyons cependant pas de modification même si nos choix actuels d'investissement ont un profil exportateur. Nous acceptons d'avoir actuellement un peu moins de performance sur cet aspect.* » Depuis le début de l'année, le fonds Athymis Millennial Europe a progressé de 15 %, le fonds global Athymis Millennial 14 %. Ils estiment que certains modèles économiques de sociétés protègent de ces variations de changes. « *Nous recherchons des sociétés qui ont la capacité à croître de façon organique. Nous sommes des gérants fixés sur le long terme. Nous regardons les modèles économiques des entreprises. Nous accompagnons les managements et les entreprises dont la stratégie va bénéficier le plus des changements d'usages impulsés par les Millennials. La surperformance de ces sociétés qui se reportent vers ces nouveaux publics est pérenne et durable* », insiste Arnaud Chesnay.

Et puis, il y a les arbitrages. Les alternatives aux valeurs dollars ne manquent pas. Des investisseurs choisissent alors des valeurs européennes dont les activités sont tournées vers les marchés domestiques. Les secteurs des banques et des assurances figurent en bonne place. Les matériaux de construction ou encore les transports bénéficient également des arbitrages. Les petites et moyennes capitalisations ne sont pas en reste. « *Nous pouvons jouer des thèmes spécifiques que l'on ne retrouve pas sur des larges caps* », souligne Jean-Marc Maringe.

La hausse de l'euro offre quelques satisfactions. Le renchérissement de certaines matières premières, en premier lieu, le pétrole, s'en trouve atténué. Une bonne nouvelle pour la gestion des coûts des entreprises. Et puis, plus plaisant et immédiat, le pouvoir d'achat des touristes européens qui voyagent en zone dollar s'améliore.

Marchés

Evolution de la parité euro/dollar depuis deux ans



Les crypto-monnaies vont-elles révolutionner la finance ?

Il y a un an, le Bitcoin, la plus emblématique des cyberdevises, valait moins de 600 dollars. Mi-août, il a franchi allègrement la barre des 4 000. Et de nombreux analystes s'attendent à ce que les 6 000 dollars, voire plus, soient atteint courant 2018. Simple spéculation ? Envolée fondée sur des bases solides ?

Aldo Sicurani

A plus de 5 200 dollars le 12 octobre, les prévisions étaient bien parties pour être dépassées au moment où votre magazine est parti sous presse. Mais l'on ne saurait jurer de rien, tant les cours de la première des crypto-monnaies sont volatils. Le quintuplement de la valeur du Bitcoin en 2017 s'est réalisé malgré deux chutes brutales de 30 % des cours au début et à la fin de l'été (voir graphique). Il fallait avoir le cœur bien accroché pour y croire.

Et pourtant, le bataillon des croyants grossit de jours en jours. Dernière recrue de taille, Goldman Sachs qui envisagerait, selon le Wall Street Journal, de monter une petite équipe pour servir de grands clients institutionnels soucieux d'acheter de telles devises comme on achète des actions Coca-Cola ou des bons du Trésor. Il y a urgence : déjà 70 hedge-funds investissent dans ces monnaies virtuelles dont les échanges quotidiens atteignent 750 millions de dollars.

Mais de quoi parle-t-on exactement ? Avant tout de technologie, en particulier celle de la « Blockchain » sur laquelle repose toutes les cyber-devises, dont le Bitcoin. La blockchain associe la cryptographie et les échanges décentralisés de pair à pair, un peu comme le piratage des fichiers audio et vidéo. Chaque utilisateur collabore avec l'ensemble de la communauté, le protocole cryptographique permettant de gérer les défaillances ou malveillances de façon inviolable. Chaque maillon de la chaîne est garant des autres.

» Gadget ou révolution ?

Les implications sont inouïes : tout un chacun peut réaliser des transactions, sans intermédiaire et de façon sécurisée. Pour l'instant, l'application la plus répandue et la plus visible est celle des monnaies virtuelles telles le Bitcoin, Monero ou Ethereum. Il s'agit de véritables monnaies, identifiables et qui résistent à toute contrefaçon. On peut se les échanger et les diviser : un Bitcoin se subdivise en 100 millions d'unités, appelées Satoshis. Seul problème, et de taille, le système repose sur un vaste réseau de gré à gré sur internet, sans banque centrale ni régulateur. Tout est question de confiance.

Alors, gadget de niche ou véritable révolution en préparation dans la finance ? C'est encore difficile à dire. Mais des failles apparaissent dans les murailles de la tradition. La Russie et le Japon reconnaissent le Bitcoin. Aux Etats-Unis, la Securities & Exchange Commission (SEC) réfléchit sérieusement à autoriser l'émission d'ETF (trackers) basés sur les cours du Bitcoin⁽¹⁾. En effet, il n'est pas aisé pour un particulier d'acheter du Bitcoin (ou toute autre monnaie). En principe, c'est la simplicité même : il lui suffit de brancher son ordinateur sur une plateforme dédiée et de « miner » du Bitcoin. Mais comme leur nombre est limité, la concurrence est féroce. D'où l'envolée des cours. Les trackers seraient donc une solution idéale, à condition que les autorités de régulation se décident à franchir le pas. Ce qui n'est pas encore tout à fait gagné.

En attendant, les acteurs s'affranchissent de ces contingences quand il s'agit de trouver de l'argent. Les « initial coin offerings » (ICO) sont devenues en peu de temps les introductions en Bourse de l'ère numérique. Les ICO sont des émissions de jetons, ou « tokens », qui peuvent être utilisés pour des services et applications. Elles ne donnent pas forcément au souscripteur les mêmes droits qu'un actionnaire classique et permettent donc à l'émetteur de lever des fonds sans diluer son contrôle. Dans ce domaine, ce n'est pas le Bitcoin qui a pris une longueur d'avance mais l'Ethereum, monnaie dans laquelle sont réalisées 56 % des ICO. Ces dernières ont déjà permis de lever plus de 2 milliards de dollars sur les neuf premiers mois de l'année. Dont 500 millions rien qu'en septembre...

(1) Après avoir opposé un premier refus en mars 2017



« Il y a un malentendu majeur, l'investissement en immobilier d'entreprise est un investissement productif, pas une rente... »

La Fédération des sociétés immobilières et foncières (FSIF), qui rassemble la plupart des Sociétés Immobilières d'Investissement Cotées (SIIC), avance plusieurs propositions pour dynamiser le secteur. Parmi elles, le rétablissement de leur éligibilité au PEA. Dans un contexte fiscal « tendu », qui cible l'immobilier physique et les placements associés, le président de la Fédération, Christophe Kullmann, par ailleurs Directeur général de la Foncière des Régions, répond à nos questions.



Photo : Olivier Ouadah

Christophe Kullmann

Président de la Fédération des sociétés immobilières et Foncières

Les 5 propositions que la FSIF vient de formuler, qui visent à "libérer le potentiel des SIIC", n'auraient pas d'impact sur la dépense publique, en dépit des nouveaux avantages fiscaux qu'elles impliquent. Elles seraient même susceptibles de générer de nouvelles recettes fiscales, estimées entre 170 millions et 400 millions d'euros. Comment parvenez-vous à un tel résultat ?

Christophe Kullmann - L'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF) a conduit une étude pour évaluer l'impact de nos mesures sur les finances publiques. D'après ses estimations, ces propositions seront à même de générer de recettes nouvelles pour l'État. Je prends deux exemples : la mesure qui vise à encourager le transfert d'actifs détenus par des entreprises vers les investisseurs institutionnels professionnels, via un taux réduit d'impôt sur les sociétés, permettrait de relancer l'externalisation d'actifs immobiliers et générerait des recettes fiscales de l'ordre de 160 à 370 millions d'euros par an. Nous proposons que cette mesure fiscale, qui existait par le passé, soit rétablie pour une durée de cinq ans, soit entre 800 millions et 1,9 milliard d'euros au total au bénéfice de l'État. Autre exemple, l'IEIF estime que la mesure visant à restaurer l'éligibilité des actions des SIIC au PEA permettrait de générer entre 13 et 35 millions de recettes par an.

La FSIF demande notamment à ce que les SIIC jouent de nouveau un rôle actif dans l'externalisation de l'immobilier d'entreprise. A quelles conditions et dans quel objectif ?

CK - Entre 2005 et 2011, les entreprises ont pu bénéficier d'un dispositif temporaire qui les encourageait à céder leurs actifs immobiliers aux SIIC en réduisant le taux d'impôt sur les plus-

values nettes réalisées à l'occasion d'un transfert. Ce dispositif a très bien fonctionné et a permis de favoriser l'externalisation du patrimoine immobilier des entreprises qui ont, dès lors, pu investir dans leur cœur de métier et se désendetter. Entre 2005 et 2011, le volume des externalisations réalisées à destination des SIIC s'est élevé à 8,5 milliards d'euros. Mais avec l'extinction du dispositif, ce volume a chuté à 600 millions entre 2012 et 2016. Notre proposition est de relancer ce dispositif pour une période de 5 ans. Cela se justifie d'autant qu'aujourd'hui, seulement 32 % de l'immobilier d'entreprise est détenu par des investisseurs professionnels (contrairement aux marchés américain ou britannique où ce taux atteint 70 %). Il y a un potentiel pour des externalisations d'actifs immobiliers, notamment dans les secteurs du commerce, de la logistique et de l'hôtellerie, où les taux de détention sont faibles (respectivement 22 %, 24 % et 17 %).

Les foncières semblent vouloir s'intéresser de nouveau au logement, un secteur qu'elles ont délaissé, comme la plupart des investisseurs institutionnels, depuis la fin des années 90. Pourquoi un tel revirement aujourd'hui ?

CK - Le cœur de métier des SIIC est à l'origine l'immobilier d'entreprise, même si certaines sont actives dans le logement. Ce secteur du logement est pénalisé par manque d'offres en France, et la réponse à cette réelle question viendra sans doute de multiples initiatives. Nous souhaitons apporter notre pierre en proposant d'assouplir les conditions d'application des dispositions actuelles qui encadrent les délais de transformation de bureaux et de locaux commerciaux en logement, qu'il faut allonger, et d'étendre ces dispositions aux opérations mixtes et aux terrains à bâtir. Cela permettrait aux opérateurs

de disposer de moyens supplémentaires pour proposer une nouvelle offre de logements en zones tendues.

Plus globalement, les SIIC revendiquent un rôle majeur dans l'aménagement des villes et des territoires, et un comportement vertueux en matière environnementale et sociétale. Quels sont leurs projets pour les « villes de demain » ?

CK - Derrière l'acronyme SIIC et les milliards d'euros d'investissements, il y a en effet des projets passionnants qui permettent à la ville de se renouveler et de s'adapter aux grandes mutations de notre époque. Les SIIC sont des acteurs moteurs du renouvellement des grands centres urbains. A titre d'exemples, elles sont à l'origine du réaménagement du Forum des Halles à Paris, de la Gare Saint-Lazare ou de la rénovation du plus grand quartier d'affaires d'Europe du Sud, Euroméditerranée, à Marseille. Pour les cinq années à venir, elles prévoient d'investir plus de 21,6 milliards dans des nouveaux projets en France. Elles sont également fortement engagées sur les plans sociétal et environnemental. La ville doit faire face aux grandes mutations de notre époque, de la croissance démographique à l'évolution des modes de travail, de consommation, le défi environnemental et énergétique. La conception des projets d'aménagement et de construction tient compte de cette nouvelle donne. Un exemple : les nouveaux immeubles sont désormais conçus dans l'objectif de réduire leur empreinte carbone, les cahiers des charges intègrent les certifications et normes reconnues au niveau international, et les efforts en matière de réduction de gaz à effet de serre, de gestion des déchets et de consommation d'eau et d'énergie sont mesurés. Plusieurs réalisations des SIIC (Tour Majunga à la défense d'Unibail-Rodamco, immeuble Sanofi à Lyon d'Altea Cogedim) ont obtenu des certifications et labels de premier plan. Les SIIC se sont aussi engagées en faveur de la finance durable en émettant régulièrement des « obligations vertes » pour orienter l'épargne des investisseurs vers de projets durables.

Parmi les mesures envisagées, deux ont trait au statut boursier des SIIC. Vous demandez notamment la réintégration de leurs actions au sein des PEA. Les petits actionnaires individuels sont-ils redevenus une priorité pour les foncières ?

CK - L'impact des réalisations des SIIC sur l'emploi et le dynamisme des territoires est considérable (plus de 500 000 créations directes et indirectes d'emplois attendues dans les territoires entre 2017 et 2021 selon l'IEIF et PWC). Il nous paraît ainsi judicieux de solliciter davantage l'épargne des particuliers, car il s'agit de financer la modernisation des grands centres urbains dans lesquels ils vivent au quotidien. La réintégration des actions des SIIC au sein du PEA, avec l'instauration d'un nouveau précompte de 15 % sur les dividendes versés aux détenteurs de PEA permettra aux investisseurs individuels de réaliser des placements de long-terme, et aux SIIC de diversifier leur actionnariat. Cette mesure est susceptible de générer des recettes fiscales supplémentaires pour l'Etat, selon les estimations de l'IEIF.

Sur les 5 dernières années, les foncières se situent à la 1ère place en matière de rendement boursier. Quel potentiel offrent-elles aujourd'hui aux

investisseurs, notamment en cas de remontée des taux d'intérêt ?

CK - Le secteur reste structurellement intéressant pour les investisseurs qui se positionnent sur le long terme : il distribue des montants de dividendes supérieurs à la moyenne des sociétés cotées et sa dynamique économique est soutenue. Les SIIC prévoient en effet d'investir dans les 5 ans près de 22 milliards dans des projets en France. Si cette remontée des taux est synonyme, d'un peu plus de croissance et d'inflation, cela devrait être positif pour le secteur immobilier.

Dernière question, sur l'immobilier et sa fiscalité. Comment jugez-vous l'ensemble des dispositions prises actuellement qui visent à exclure l'immobilier et les véhicules qui y investissent (SCPI et OPCI notamment) de l'assouplissement fiscal dont vont bénéficier les placements financiers ?

CK - D'abord, il y a un malentendu majeur, l'investissement en immobilier d'entreprise est un investissement productif et pas une rente. Les SIIC sont des opérateurs immobiliers, et elles construisent la ville de demain. Nos investissements permettent à nos locataires d'investir plus dans leur cœur de métier. Ensuite, quand on parle d'appel public à l'épargne, c'est bien de l'épargne des Français dont il est question et nous trouvons que pénaliser les épargnants qui investissent dans la construction de la ville de demain, dans des sociétés qui ont une vision long terme et non spéculative, n'est ni pertinent, ni efficace. Enfin, à l'heure, où l'on cherche à attirer en France, dans la foulée du Brexit, les capitaux et les entreprises internationales, nous n'envoyons pas un signe positif sur l'attractivité de la place de Paris.

Propos recueillis par Frédéric Tixier

5 mesures

pour libérer le potentiel des SIIC

La Fédération des sociétés immobilières et foncières (FSIF) rassemble la plupart des Sociétés Immobilières d'Investissement Cotées (SIIC), ainsi que des sociétés foncières privées, des sociétés d'économie mixte immobilières, des sociétés de gestion d'actifs et des filiales françaises de sociétés d'investissement immobilier étrangères... Interlocuteur naturel des pouvoirs publics et force de proposition, la FSIF étudie, promeut et représente les intérêts collectifs et professionnels de ses adhérents. Dans son action, elle défend une vision industrielle et long terme de l'activité immobilière.

Les SIIC sont des sociétés cotées dont l'objet principal est l'acquisition ou la construction d'immeubles destinés à la location. Ce sont donc les partenaires des entreprises qui préfèrent louer qu'acheter. Le statut SIIC est un régime de transparence fiscale qui a pour effet de déplacer vers les actionnaires de la SIIC la charge de l'impôt sur les revenus locatifs perçus et les plus-values de cession réalisées.

La FSIF propose cinq mesures ambitieuses pour libérer le potentiel des SIIC :

1. Restaurer les conditions fiscales favorisant le transfert ou la vente d'actifs immobiliers par les entreprises aux SIIC
2. Faciliter la transformation de bureaux en logements
3. Concilier le régime SIIC avec le besoin croissant de services
4. Assouplir les conditions d'accès des SIIC au marché boursier
5. Restaurer l'éligibilité des actions des SIIC au PEA

Entretien

Regain d'intérêt pour les rachats d'actions

La France connaît une nouvelle poussée de fièvre de rachats d'actions. Malgré une augmentation sensible des montants, l'an passé, ils ne peuvent rivaliser avec ceux engagés aux Etats-Unis, où le rachat d'actions est préféré au versement de dividende pour retourner du cash aux actionnaires. Ce qui dans l'Hexagone est encore loin d'être le cas. Retour sur une nouvelle tentative d'installer les rachats d'action dans les mœurs des valeurs françaises.

Stéphane Le Page

L'an passé, 53 sociétés du SBF 120 ont annoncé des programmes de rachats de leurs propres titres pour un montant de 14,38 milliards d'euros. C'est près de 80 % de mieux qu'en 2015, avec seulement cinq émetteurs en plus. Alstom, Sanofi et Vivendi n'ont pas lésiné. A eux trois, ils représentent près de la moitié de la moisson 2016. Selon le Vernimmen, la bible de la finance, les seules entreprises du CAC 40 ont procédé à 9,5 milliards d'euros de restitution de liquidités à leurs actionnaires, alors qu'elles ont distribué environ 46 milliards d'euros de dividendes. C'est mieux que 2015, mais moins bien que 2014 et bien loin des 19,2 milliards d'euros affichés en 2007. En Europe, selon Rothschild et Thomson Reuters, les rachats d'actions des valeurs de l'Euro Stoxx 600 se sont élevés à environ 150 milliards d'euros en 2015.

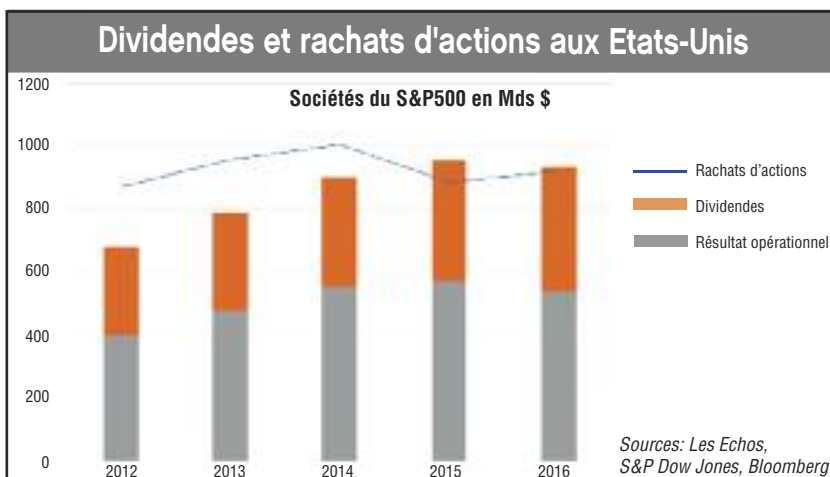
Et pourtant, ce n'est rien au regard des Etats-Unis où les rachats d'actions sont monnaie courante ; nettement plus que les dividendes. En 2016, les compagnies du S&P 500 ont racheté leurs titres pour 536 milliards de dollars (aux alentours de 460 milliards d'euros). Entre 2010 et 2016, elles ont engagé plus de 3 500 milliards de dollars

(15 % de la capitalisation) dans le rachat de leurs actions et ainsi contribué à la hausse de la bourse. Le S&P 500 a plus que doublé sur la période. « Les rachats d'actions nets (émissions brutes - rachats) expliquent la surperformance des marchés américains, ces dernières années. Entre 2012 et 2015, les montants de ces opérations sont passés de 300 milliards de dollars à près 600 milliards. Rapportés au PIB américain sur les six dernières années, cela a représenté entre 2 % et 4 % en moyenne par an. Alors qu'en zone euro, l'impact est quasi nul », compare Loïc L'Hermitte, responsable de la gestion privée chez Federal Finance Gestion.

« Le phénomène des rachats amplifie les cycles haussiers, abonde Jean-Marc Maringe, responsable Actions ISR chez AXA Investment Managers. C'est un soutien des marchés. Le jour, où l'économie est moins bonne, les rachats vont s'arrêter ». Il suffit de mettre en parallèle l'évolution des marchés américains et celle des rachats d'actions pour constater qu'elles sont intimement liées.

» Appel à la raison

Les compagnies américaines ont réussi à mobiliser de telles sommes grâce à l'endettement. Avec des taux proches de zéro, elles n'ont pas hésité à émettre des obligations. En 2016, le montant des émissions des entreprises non-financières a atteint un plus haut historique, à près de 1 400 milliards de dollars. Un engouement, qui prend des airs de bulle financière, puisque six ans plus tôt, elles ne représentaient que 400 milliards. L'an dernier, les obligations émises contribuaient à hauteur de 60 % de l'endettement contre 51,7% en 2009, selon les données de Thomson Reuters et de Rothschild. Les analystes apprécient les rachats estimant qu'ils sont une preuve d'une bonne optimisation de la gestion financière. Ces valeurs dégageraient même les meilleures performances à long terme. Les entreprises américaines ne lésinent donc pas, allant jusqu'à la déraison. Depuis deux ans, le



retour aux actionnaires était supérieur au résultat opérationnel. Et dans le même temps, elles n'investissent pas suffisamment, s'en était ému, en juillet 2016, Ben Bernanke, l'ancien président de la Réserve Fédérale américaine. Il leur a rappelé le bon usage des émissions obligataires : l'investissement en capitaux fixes. Son appel à la raison n'a cependant pas freiné les ardeurs des groupes cotés. Et pour cause, côté capacités de production, les compagnies américaines sont suffisamment équipées, puisqu'elles ne les utilisent qu'à hauteur de 80% depuis plusieurs années. La croissance étant faible et les perspectives un peu floues, les entreprises ne souhaitent pas investir plus.

Or, depuis mi-2016, la situation s'est retournée. La Réserve Fédérale a relevé ses taux. S'endetter devient moins intéressant d'autant plus que des entreprises ont atteint un seuil critique d'endettement. Des groupes parlent désormais de financer l'investissement avec leur cash flow dès lors que leurs résultats sont solides. L'an passé, le montant des rachats a reculé de 6 %, à 536 milliards de dollars. Et la tendance s'est accélérée au début de cette année. Le retour aux actionnaires n'a plus représenté que deux-tiers des résultats opérationnels.

>> En France, préférence au dividende

Dans le même temps, en France, les entreprises ne cessent d'augmenter la distribution de dividendes. Le cycle des profits s'est retourné favorablement. Les marges des entreprises s'améliorent. Les situations financières sont assainies. Et puisqu'elles disposent de cash, elles le distribuent, à défaut de solutions de placement de trésorerie rémunératrice et d'idées d'investissement. Selon le bureau d'analyse Vermimmen, plus de 46 milliards d'euros ont été ainsi distribués sous forme de numéraire et d'actions par les valeurs vedettes du CAC 40. Le versement du dividende s'inscrit dans une politique de long terme d'entreprise. Pour les investisseurs, il est transparent et synonyme de rendez-vous annuel et de rendement. A tel point que la hausse continue des dividendes a inspiré les sociétés de gestion pour le lancement de fonds sur cette thématique (lire le dossier d'Inform@ctions n°61). Cela satisfait les investisseurs institutionnels qui en quête de rendement mettent de plus en plus la pression sur les entreprises pour qu'elles utilisent leur cash.

Outre le dividende, même sous sa forme exceptionnelle, les entreprises disposent du rachat d'actions. Il se présente sous deux formes, « au fil de l'eau » ou lors d'une offre publique. Dans la première forme, il se déroule sur une période longue, 18 mois, peut concerner jusqu'à 10 % du capital de l'entreprise, et permet à des investisseurs de se délester de blocs d'actions à un prix prédéterminé dans le programme. « D'un point de vue fiscal, les rachats sont neutres pour les différents profils d'actionnaires, alors que les dividendes peuvent être taxés différemment d'un pays à l'autre », souligne Jean-Marc Maringe. Plus diffus, plus ponctuel et moins prévisible, mais encadré réglementairement, il n'est pas devenu une thématique de gestion.

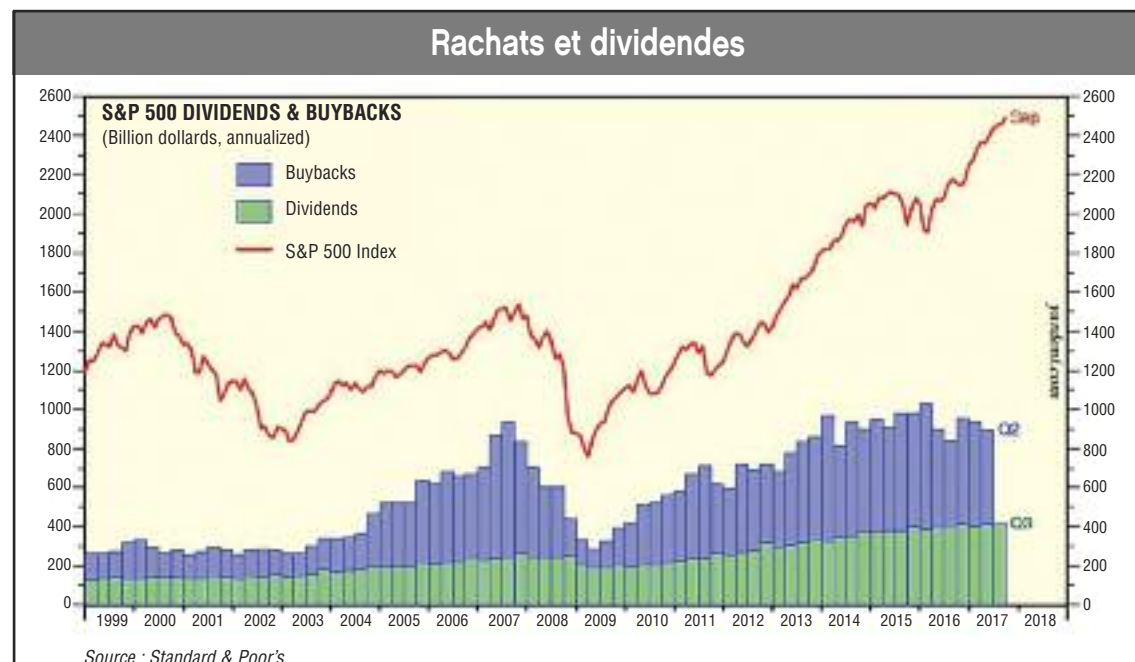
Pour un traitement égalitaire des actionnaires et pour aller au-delà de 10 % du capital, les sociétés optent la plupart du temps pour une offre publique de rachat d'actions (OPRA). A l'image d'une offre publique d'achat (OPA), elle se déroule sur une courte période, pour une quantité déterminée d'actions et à un prix fixe. Apporte qui veut. Et s'il y en a trop, chacun verra sa demande réduite proportionnellement. En 2016, les actionnaires d'Alstom avaient été servis à hauteur de 31,4 % à l'issue de l'OPRA. L'équipementier ferroviaire proposait de racheter près de 30 % de son capital au prix unitaire de 35 euros, qui laissait apparaître une prime de 45 % sur les cours d'avant l'offre. Il a mobilisé 3,2 milliards d'euros. En 2017, quelques sociétés cotées ont lancé leur OPRA : Netgem, Assystem, Gaumont. Plus lourde à mettre en place, elle est moins fréquente.

>> Effets pervers

Les annonces de ces opérations sont saluées par les investisseurs. En février, Aperam avaient pris 4 % à la suite de la révélation d'une opération de 100 millions de dollars. En juin, Ipsen s'était envolé de 7 % en expliquant que cette opération allait lui permettre de monter son autocontrôle. L'annulation des titres à laquelle aboutit un rachat d'actions permet d'augmenter le bénéfice par action et ainsi relancer l'intérêt pour la valeur. Si elles ne sont pas annulées, les actions peuvent être mises en réserve pour nourrir une offre publique d'échanges de titres, l'exercice de stock-options ou une augmentation de capital réservée pour les salariés.

Dossier

Rachats et dividendes



Le rachat d'actions témoigne de l'intérêt également des managers à la gestion et à la tenue de leurs cours de bourse. Ils l'apprécient d'autant plus que certains bénéficient de plan de rémunération indexé à la performance du titre. « Cela peut être une tactique pour un groupe qui estime que sa valeur boursière ne reflète pas sa valeur réelle, explique Arnaud Chesnay. Nous oublions souvent que le rachat correspond à une sortie de trésorerie de l'entreprise et donc sa valeur diminue d'autant. D'un point de vue comptable, la valeur d'entreprise reste identique après l'opération, seulement si la société décide d'annuler les actions qu'elle a racheté. Elle n'a donc pas forcément besoin de faire cela. »

Les opérations de rachat ne sont donc pas à l'abri des critiques. Dans l'esprit de certains investisseurs, elles traduisent l'absence de projets de l'entreprise. « Les politiques monétaires à taux zéro peuvent avoir des effets pervers. Elles peuvent inciter les entreprises à acheter des actifs existants et satisfaire l'actionnaire via des rachats d'actions (ou distribution de dividendes) et cela s'effectue au détriment d'investissements nouveaux. Il y a un effet d'aubaine avec des coûts d'emprunt très bas », déclare Loïc L'Hermitte. « Avec cette vague de rachats, il ne faut pas voir un manque d'imagination de la part des entreprises en matière d'investissement. En raison des valorisations élevées, les acquisitions sont limitées », nuance Jean-Marc Maringe.

Les rachats interviennent souvent après une cession d'actifs ou une réorganisation du capital. Ils sont accompagnés également par le versement de dividendes exceptionnels. Ils peuvent être motivés pour compenser la dilution entraînée par l'utilisation d'autres produits financiers, comme la conversion d'obligations convertibles et l'attribution gratuite d'actions. Les titres rachetés sont souvent annulés et ainsi, l'équilibre actionnariale est maintenu. Pour d'autres, au contraire, ces opérations permettent de renforcer le contrôle des actionnaires majoritaires qui n'apportent pas leurs titres. Vincent Bolloré a opéré ainsi sur Vivendi. Depuis 2015, le groupe de médias a racheté ses propres actions pour un montant d'environ 2,3 milliards d'euros et a versé 5,8 milliards sous forme de dividendes. La dernière assemblée générale a approuvé une nouvelle résolution donnant la possibilité au groupe de procéder au rachat de ses propres actions dans la limite de 10 % du capital au prix maximum de 20 euros. En revanche, la famille Mittal ne voulant pas accroître sa participation chez Aperam, le fabricant d'acier inoxydable, qu'il contrôle apportera des titres au marché pendant le programme de rachat.

Les rachats d'actions peuvent entrer dans une multitude de stratégies. Si la présentation d'un programme est souvent appréciée par les investisseurs, ceux-ci privilégient encore et de loin le dividende. Le marché français n'est pas prêt d'adopter les habitudes américaines.

Les rachats d'actions par le menu détail

Les rachats « au fil de l'eau »

✓ L'Assemblée générale décide
✓ Le programme d'une société cotée ne porte pas sur plus de 10 % du total de ses propres actions, le maximum que l'émetteur peut détenir (autocontrôle). L'entreprise doit tenir compte des titres qu'elle détient déjà.

✓ Objectif admis

- Réduire le capital de l'émetteur. Celui-ci a deux ans pour annuler effectivement les titres rachetés. Il peut annuler ainsi jusqu'à 10% de son capital tous les deux ans.

- Satisfaire aux obligations découlant de titres de créance, qui sont échangeables en titres de propriété

- Satisfaire aux obligations découlant des programmes d'options sur actions ou autres allocations d'actions, aux salariés, ou aux membres des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou d'une entreprise associée

- Autres objectifs dès lors qu'ils ne sont pas considérés comme un abus de marché

• Animation du marché de l'action par un prestataire de services d'investissement

• Opérations de croissance externe

L'émetteur doit indiquer dans son programme la répartition des titres rachetés en fonction des objectifs admis.

✓ Les transactions déclarées à l'AMF à la fin du septième jour de négociation suivant la réalisation de la transaction

✓ La durée du programme est de 18 mois maximum

L'Offre publique de rachats d'actions (OPRA)

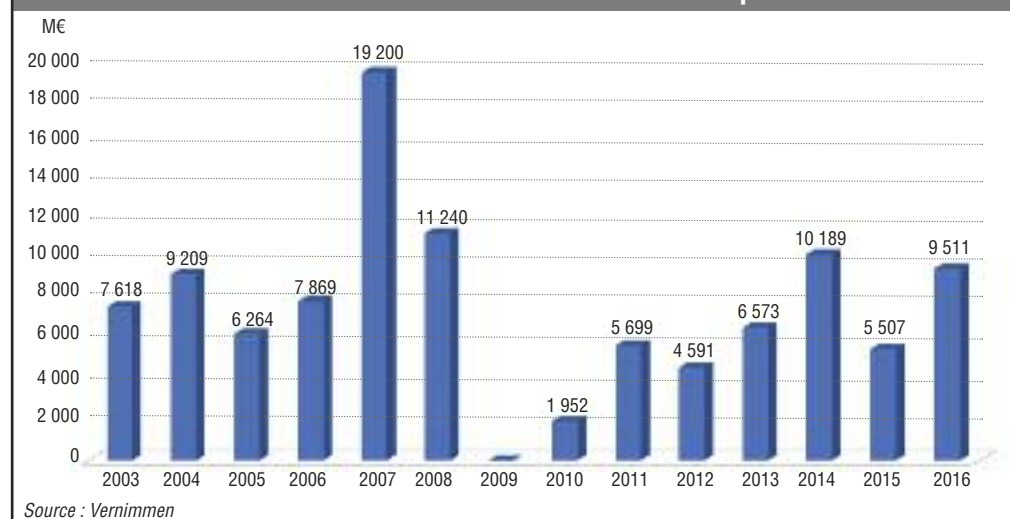
Contrairement aux rachats d'actions, l'offre se déroule à un prix donné et sur une période de temps plus courte, vingt à trente jours calendaires, comme lors d'une offre publique d'achat, et non au fil de l'eau. Les actionnaires peuvent apporter les titres qu'ils veulent. S'il y en a trop, le prorata s'impose à tous. Lorsque l'émetteur veut procéder à un rachat supérieur à 10 % de ses titres, il lance une OPRA.

La fiscalité

Les rachats d'actions sont considérés comme des cessions de valeurs mobilières et sont donc soumis à l'impôt sur les plus-values

Lorsque la réduction de capital lors d'une OPRA, par annulation des titres, n'est pas motivée par des pertes, l'investisseur individuel relève à la fois du régime des plus-values et de celui des revenus des valeurs mobilières. La répartition entre les deux régimes est systématiquement détaillée dans la notice AMF accompagnant l'opération, à laquelle il convient de se référer.

Rachats d'actions au sein du CAC 40 depuis 2003



« Les entreprises plaçant l'humain au centre de leurs stratégies affichent de meilleures performances »

Bertille Knuckey est co-gérante avec Cyril Charlot de Sycomore Happy@Work, un fonds ISR (investissement socialement responsable) qui met un peu plus l'accent sur les aspects sociaux. Les entreprises qui créent un environnement de travail épanouissant, vecteur de performance durable, existent dans tous les secteurs et sont à l'origine de belles histoires humaines.



Bertille Knuckey

La semaine de la finance responsable a eu lieu au début de l'automne. Après le développement durable, l'an passé, ses promoteurs ont décidé de mettre l'emploi à l'honneur. Tout comme votre fonds Sycomore Happy@Work que vous co-gérez avec Cyril Charlot. En choisissant une telle thématique, peut-on réussir à dégager de la performance ?

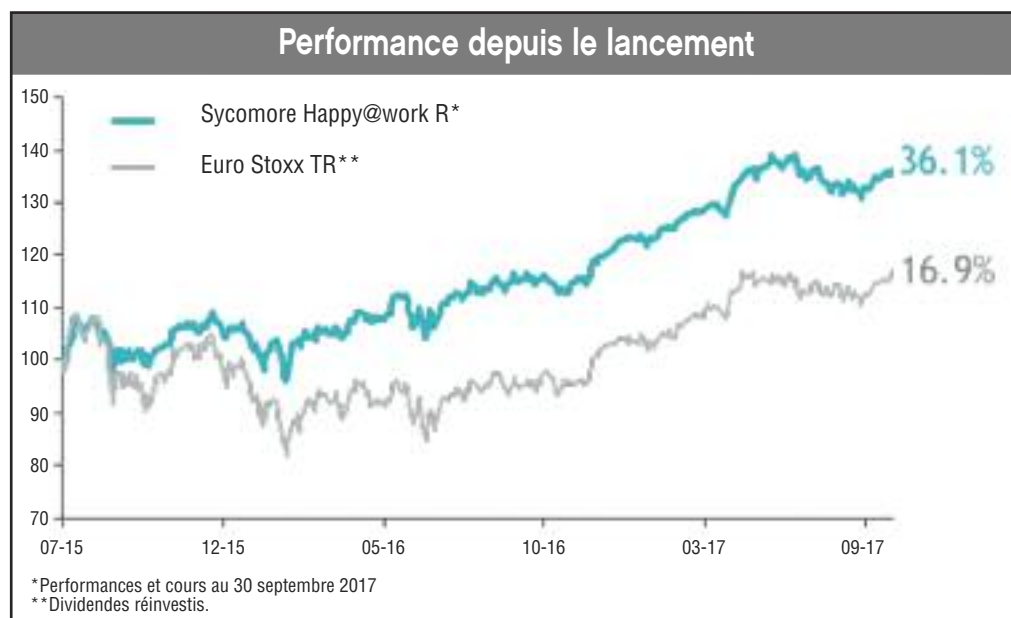
Bertille Knuckey - Pour preuve, notre fonds a progressé de plus de 36 %* depuis son lancement en 2015, alors que son indice de référence, l'Euro Stoxx TR** n'a gagné que 16,9 %. Pour notre fonds Sycomore Happy@Work, nous avons choisi de nous concentrer sur l'emploi et plus précisément sur les entreprises qui accordent une importance toute particulière à la valorisation du capital humain. Cette approche a été privilégiée, car les équipes de Sycomore AM ont constaté, en 20 ans d'expérience, que les entreprises plaçant l'humain au centre de leurs stratégies affichaient de meilleures performances.

Dans l'investissement socialement responsable (ISR), les gérants examinent les valeurs selon des critères financiers et extra-financiers, dits ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance). Vous vous êtes focalisés sur le S ?

BK - Pas uniquement. Nous avons renforcé nos exigences sur ce pilier en particulier, mais nous restons très vigilants sur les autres. La création de valeur dans une entreprise n'est durable que si elle profite à toutes les parties prenantes, pas uniquement aux actionnaires. Nous avons développé en interne une méthodologie d'analyse rigoureuse qui s'applique à l'ensemble de nos fonds, intitulée SPICE : les fournisseurs et la société (Suppliers & Society), les collaborateurs (People), les actionnaires (Investors), les clients (Clients), l'environnement (Environment). Les aspects économiques et financiers sont examinés dans le pilier I. Les entreprises dont la note SPICE est inférieure à 3 sur une échelle de 5 sont exclues de notre univers d'investissement.

Après les filtres SPICE, vous commencez alors à regarder attentivement les aspects sociaux.

BK - En effet. Nous avons lus nombre d'essais et d'ouvrages de référence, dont nous nous sommes inspirés pour bâtir une méthode qui repose sur cinq critères indispensables pour créer un environnement de travail épanouissant, vecteur de performance durable. Premièrement, le sens. Est-ce que les salariés participent à la définition et à la construction de leur



poste ? Les collaborateurs connaissent-ils la mission qui leur est confiée ? Se sont-ils appropriés la culture et les valeurs de l'entreprise ? Chez Salesforce, Marc Benioff, PDG de cette société américaine de « cloud computing », est très influencé par la culture hawaïenne et applique en interne les préceptes Ohana. Ainsi, ce dernier a intégré la philanthropie dans son plan de développement : 1 % du capital, 1 % du temps des employés et 1 % des produits de Salesforce sont attribués à des projets sociaux.

Deuxièmement, nous regardons l'autonomie qui renforce la responsabilité de chacun. Depuis deux ans, Michelin mise sur le principe de subsidiarité, c'est-à-dire que toute responsabilité doit être assumée par celui qui est confronté directement à un problème. Les supérieurs sont impliqués pour assister l'échelon inférieur uniquement quand celui-ci le juge nécessaire. Jean-Dominique Senard, président du fabricant de pneumatiques, cherche ainsi gagner en agilité.

Troisièmement, la formation et la promotion interne doivent exister. Quatrièmement, nous nous penchons sur le climat social de l'entreprise, les relations entre la direction et les représentants du personnel, etc. Enfin, l'équité et la diversité sont incontournables.

Où trouvez-vous l'information ?

BK - Les données publiques sont encore relativement hétérogènes dans les pays européens. En France, nous avons la chance de disposer d'une information riche fournie par les entreprises, grâce à la loi Grenelle 2 qui, au-delà de l'environnement, a ouvert la voie à la diffusion des données sur le capital humain. A l'approche « best in class » - qui consiste à sélectionner le meilleur de la classe, pratique ISR très répandue en France -, nous préférons le « best in universe » et le « best effort ». La directive européenne de 2014 sur le reporting extra-financier devrait permettre une plus grande qualité et comparabilité de la donnée ESG en dehors de France.

Est-ce suffisant pour obtenir toutes les informations dont vous avez besoin ?

BK - Non. Nous ne nous contentons pas de lire les rapports annuels et documents publiés par les entreprises. Nous préconisons l'engagement actionnarial, en dialoguant avec les entreprises. Non seulement nous organisons des entretiens dédiés avec les responsables des grands groupes, mais nous visitons par ailleurs les plus petites entreprises et questionnons d'autres parties prenantes quand nous le jugeons nécessaire.

De plus, nous participons à des initiatives internationales pour inciter les entreprises à fournir davantage de données. Sycomore AM a ainsi rejoint la Human Capital Management Coalition qui regroupe 25 investisseurs. Cette initiative est à l'origine d'une pétition auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC), le gendarme de la bourse américaine, pour que les entreprises américaines livrent une meilleure information sur les aspects sociaux.

Avez-vous des objectifs de cours, même si vous inscrivez votre gestion sur le long terme ?

BK - Bien entendu. Si nous atteignons le cours cible, nous prendrons une partie, voire la totalité, de notre bénéfice en fonction des perspectives d'appréciation résiduelles de la valeur en question.

Quelles sont vos valeurs préférées ?

BK - Nous avons participé aux introductions de Maisons du Monde et de Technogym, l'an dernier. Alors que le cours de l'entreprise d'ameublement a plus que doublé, celui du fournisseur italien

d'équipements de fitness s'est envolé de plus de 70% sur un an.

Maisons du Monde a démontré une vraie volonté de structurer sa chaîne d'approvisionnement en prenant en considération les impacts sociaux et environnementaux de ses activités. Ils ont nommé une directrice du développement durable dont l'action est structurante sur la sous-traitance. Le dialogue est constructif.

La compagnie néerlandaise Wessanen était en phase de retournement quand le nouveau directeur général a décidé de miser sur la croissance organique en se positionnant sur le bio et le commerce équitable. Ce repositionnement, avec l'acquisition de marques en pleine croissance telles que Alter Eco, Clipper ou encore Bjorg, a permis de relancer la croissance. Son cours de bourse a septuplé en cinq ans. C'est une belle histoire humaine.

Y a-t-il des secteurs plus respectueux de leur personnel ?

BK - On pourrait l'imaginer, notamment dans le secteur tertiaire. Pourtant, nous constatons qu'il existe des élèves vertueux dans chaque secteur. Michelin et Bonduelle le sont, respectivement dans l'industrie et dans l'agroalimentaire. Cela dépend avant tout du management. L'arrivée d'Olivier Rigaud à la tête de Naturex en 2014 a remis l'humain au centre de la stratégie de la société. Depuis, son cours a plus que doublé.

En faisant le choix d'une thématique qui parle au grand public, est-ce le meilleur moyen de faire connaître l'investissement socialement responsable (ISR) ?

BK - C'est un bon moyen pour capter leur attention et les sensibiliser à l'ISR. Même si, pour le fonds Sycomore Happy@Work, nous insistons sur les aspects sociaux, nous ne négligeons pas les autres piliers de l'ISR. Il est indispensable de prêter attention à l'environnement et à la gouvernance.

Si la performance financière doit être au rendez-vous, l'investisseur attend aussi des preuves des bienfaits de cette gestion.

BK - Vous avez raison. Outre une note ESG attribuée à chaque valeur, nous publions un reporting ESG. Nous travaillons par ailleurs sur la publication d'indicateurs évaluant les politiques sociales des entreprises. Par exemple, nous calculons le pourcentage de femmes dans l'effectif et occupant des postes de management, mesurons la répartition de la valeur entre la mise en réserve des résultats, le versement des dividendes, le paiement des impôts et la redistribution aux salariés... Nous rendrons publics ces indicateurs de sorte de que les porteurs de parts puissent constater leur évolution année après année.

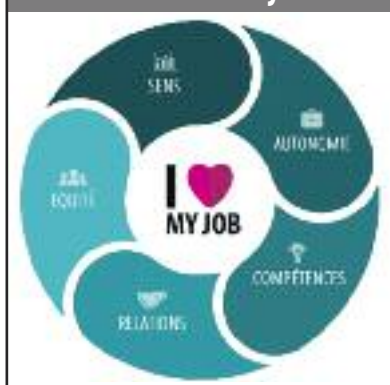
Toujours dans cette logique de diffusion de l'ISR auprès du grand public, trouvez-vous que le Label public ISR répond à cet objectif ?

BK - Il est suffisant pour le moment. Certes, le Label ISR ne demande pas la transparence des portefeuilles, avec la publication de l'ensemble des lignes, mais le code professionnel AFG-FIR⁽¹⁾ vient pallier cette absence. Nous en sommes aux prémices. Nous plaçons pour une notation simple des fonds avec des étoiles, des lettres et/ou des couleurs, assortie d'une gradation selon les exigences.

*Propos recueillis
par Stéphane Le Page*

Gestion de
portefeuille

L'épanouissement au travail selon Sycomore



⁽¹⁾ Association française de la gestion financière (AFG), Forum pour l'investissement responsable (FIR).

Petit raccourci d'analyse financière

Comment appréhender la réalité économique et financière d'une entreprise à partir des chiffres qu'elle fournit ? C'est tout l'objet de l'analyse financière. Les sites internet des sociétés vous donnent accès à une masse très importante d'information. Grâce aux efforts de transparence, vous avez de plus en plus souvent accès à un résumé des comptes sur plusieurs années, voire une décennie. Il n'est pas inutile de rappeler quelques éléments d'analyse financière qui reste le socle à partir duquel vous choisirez les valeurs de votre portefeuille.

Aldo Sicurani

Le **Bilan** et le **Compte de Résultat** constituent la matière première de votre analyse. Le premier est une photographie patrimoniale de l'entreprise à **une date donnée** (en général deux fois par an). Il permet d'apprécier sa solidité et sa solvabilité. Le compte de résultat récapitule l'ensemble des recettes (produits) et des dépenses (charges) de l'entreprise **pendant un exercice**. Il donne également des indications sur la croissance et l'évolution de la rentabilité de la société ; autant d'éléments essentiels dans le choix d'une valeur. Autre outil qui prend de plus en plus d'importance, le **Tableau de Flux de Trésorerie** (ou cash-flow) mesure la disponibilité financière de l'entreprise.

>> Analyser le Bilan

Quelles sont les ressources de l'entreprise ? Vous trouverez cette information au **Passif** du Bilan :

- Les fonds (ou capitaux) propres sont constitués du Capital (versements initiaux des fondateurs plus augmentations ultérieures) et des *Réserves* accumulées par les bénéfices non distribués aux actionnaires. Il en résulte que plus la marge bénéficiaire est élevée, plus ils s'apprécient. Evidemment, en cas de pertes, les *Réserves* diminuent.
- Les dettes, qu'elles soient financières (auprès des banques) ou d'exploitation (fournisseurs, dettes fiscales et sociales...) sont l'autre source principale de financement de l'entreprise. Il faut distinguer les dettes à court terme (moins d'un an) de celles à long terme. Les premières servent à financer l'activité courante. Les secondes sont structurelles. Elles ont été contractées pour réaliser un investissement lourd.

Comment ces ressources sont-elles employées ? C'est ce que décrit l'**Actif** du Bilan. C'est l'ensemble des biens, des créances et des disponibilités détenues par l'entreprise.

Le Bilan est une mine de renseignements indispensables sur la santé financière et la valeur de la société.

- On peut ainsi s'assurer que la société n'est pas trop endettée et dispose d'une trésorerie suffisante pour payer sa dette. On calcule alors le **ratio d'endettement** (voir les formules en encadré) - ou *gearing* - qui ne doit pas, en théorie, excéder 60 %. Au-delà, l'endettement est sans doute trop lourd. Toutefois, un ratio supérieur n'est pas forcément inquiétant si, par exemple, il résulte d'une acquisition importante. Il faut alors considérer les synergies que la société pourra en tirer. Ainsi, dans son offre sur Airgas, Air Liquide a limité le recours à l'endettement pour maintenir son ratio à un niveau jugé raisonnable, compte tenu de son secteur d'activité et de la faiblesse des taux d'intérêt.
- **Actif net, fonds propres** sont des expressions synonymes qui désignent la valeur comptable de l'entreprise. La division de cette valeur par le nombre total d'actions donne l'**actif net par action** que l'on pourra comparer au cours de Bourse pour avoir une indication de décote ou de surcote.
- **L'autofinancement** mesure l'épargne effective de la société à la fin de l'exercice. Le rapport entre l'endettement financier net et l'autofinancement indique son aptitude à rembourser ses dettes.
En période de forte variation des bénéfices, la **Marge brute d'autofinancement** (MBA) est souvent plus révélatrice que le résultat net sur



Quelques définitions

et ratios utiles

Capitaux propres = Capital + Réserves ou Actif total - Dettes = Actif net
Marge brute d'autofinancement = Bénéfice net + amortissements et provisions
Marge nette d'autofinancement = MBA - dividendes versés
Besoin en fonds de roulement = Actifs d'exploitation - Dettes d'exploitation
Ratio d'endettement = dettes à moyen long terme (plus d'un an) / capitaux propres
Coût de la dette = Frais financiers / dettes financières
Solidité du Bilan = Actif immobilisé / Total Bilan
Marge de manœuvre financière = investissements / capacité d'autofinancement
Rentabilité des opérations = Résultat / Chiffre d'affaires
Rentabilité des capitaux propres = Résultat net / capitaux propres
Richesse produite = Valeur ajoutée (ventes - produits consommés) / Chiffre d'affaires

la capacité d'une entreprise à dégager des excédents. La **marge nette** (c'est-à-dire la MBA moins les dividendes versés) correspond aux disponibilités de la société pour rembourser sa dette, investir et procéder à des acquisitions.

Le ratio dettes à moyen long terme sur MBA indique le nombre d'années nécessaires pour annuler l'endettement. On considère que le résultat ne doit pas dépasser 3 voire 5 ans. En fait, il vaut mieux raisonner à partir de la **Capacité d'autofinancement libre** (ou *Free Cash Flow*) qui équivaut à la marge nette moins les investissements industriels et la variation du **Besoin en fonds de roulement** (BFR). Ce dernier mesure l'écart entre les besoins et les ressources dégagées par l'exploitation.

>> Analyser le Compte de résultat

Il établit l'ensemble des produits et des charges de la société pendant une période donnée, la différence déterminant s'il y a bénéfice ou perte. Contrairement au Bilan qui est une photographie à une date donnée, le **CR retrace l'activité de l'année (on dit de l'exercice) écoulée**. Il faut bien distinguer trois parties : l'exploitation, le financier et l'exceptionnel.

- Le **résultat d'exploitation**, différence entre les recettes et les dépenses courantes, formalise le bénéfice ou la perte résultant de l'activité. C'est l'indicateur fondamental de la rentabilité d'une entreprise. Les entreprises mettent de plus en plus souvent en relief l'**excédent brut d'exploitation** (EBE) qui ne tient pas compte des dotations aux amortissements. Cet EBE correspond en gros à l'**EBITDA** cher aux Anglo-saxons.
- Un **résultat financier** (produits moins charges financières) positif indique que la société dispose d'une trésorerie abondante et qu'elle est peu endettée. Ensemble, les résultats d'exploitation et financier donnent le **résultat courant avant impôt**.

Les rôles respectifs de l'exploitation et du financier dans la construction du résultat sont riches d'enseignements : des entreprises saines sur le plan de l'exploitation peuvent réduire, voire annuler leur bénéfice net à cause de charges financières très

lourdes. Par exemple, le résultat d'exploitation d'Orange en 2016 (4,077 Md€) a dû supporter un résultat financier négatif de 2,097 Md.

- Le **résultat exceptionnel** récapitule les opérations non liées à l'exploitation (cessions, coûts de restructuration...). Attention : un bénéfice ou une perte exceptionnels peuvent avoir un impact élevé sur le résultat. Pour autant, il n'a pas vocation à être récurrent et ne peut servir de base à des prévisions.

Quant au **résultat net**, il s'obtient en retranchant l'impôt et le résultat exceptionnel du résultat courant. Divisé par le nombre d'actions, ce résultat, quand il est positif, fournit le **bénéfice net par action (BNPA)**. Une croissance régulière dans le temps de cet indicateur peut notamment inciter à se porter acquéreur de la valeur !

Comme pour le Bilan, c'est en rapprochant certains postes du compte de résultats, voire avec certains postes du Bilan, que l'on retire les enseignements les plus riches.

>> L'étude de la marge

Les différentes composantes du résultat rapportées habilement au chiffre d'affaires donnent des indications essentielles sur l'évolution de la rentabilité et de la croissance de l'entreprise. Instinctivement, l'investisseur s'intéresse au bénéfice net qui, rapporté au chiffre d'affaires, lui donne la **marge nette** de l'entreprise. Il faut toujours s'attacher à y dissocier les éléments exceptionnels qui ne relèvent pas de l'exploitation courante et qui peuvent dénaturer le chiffre qui se trouve tout en bas du Compte de résultat (le *bottom line* des Anglo-saxons).

Un indicateur est souvent beaucoup plus instructif : le résultat d'exploitation ou, plus précisément, l'**excédent brut d'exploitation**. En effet, cet indicateur mesure la rentabilité réelle de l'activité car il retire de la marge nette les dotations aux amortissements, les frais financiers et les impôts. La **marge d'exploitation** est donc souvent étudiée de près par les investisseurs car elle permet de mettre en perspective une amélioration ou une détérioration de la rentabilité, toujours liée à la productivité.

Gestion de
portefeuille

>> Dividendes et fonds propre

Autre information à observer : le **taux de distribution** (ou *payout ratio*). Rapport entre les dividendes et le bénéfice net, il donne une indication sur la politique de distribution de la société. En principe, l'évolution de ces dividendes doit être conforme à celle des bénéfices.

La part des bénéfices qui n'est pas distribuée est mise en réserve et renforcent ainsi les fonds propres de l'entreprise. Il convient alors d'observer comment ces sommes sont investies. On se rapportera alors au **ratio de rentabilité des capitaux propres** qui est obtenu en divisant le résultat net par les capitaux propres (capital + réserves). On peut aussi s'intéresser au **ratio de rentabilité des capitaux permanents** (fonds propres + dettes à long terme). Ces deux ratios permettent d'évaluer la rentabilité des fonds investis par les actionnaires.

Les entreprises mènent fréquemment des politiques de lissage des dividendes. Elles consistent à maintenir leur niveau en période de baisse des bénéfices, voire même en cas de pertes, mais, à l'inverse, à les faire moins progresser que les bénéfices. De manière générale, les entreprises ont une politique cohérente de distribution et tentent de maintenir un taux plus ou moins constant quels que soient les aléas.

Qu'est-ce que des comptes consolidés ?

Ce sont les comptes agrégés d'une société qui détient une ou plusieurs filiales. Seuls ces comptes permettent de traduire la physionomie financière d'un groupe. Ce sont eux que vous retrouvez dans le rapport annuel et sur lesquels travaillent les analystes. Depuis cette année, toutes les sociétés cotées doivent les établir en respectant les normes comptables internationales IFRS.

30 minutes pour 7 questions

Il est indispensable que vous étudiez les comptes d'une entreprise pour une raison simple : vous devez décider d'acheter, de conserver ou de vendre son action. Pour prendre une décision en toute connaissance de cause, un investisseur prudent examine comment se comportent sept indicateurs fondamentaux :

1. la croissance récente et probable des ventes
2. la croissance récente et probable des bénéfices
3. la part des bénéfices réinvestis
4. le poids de la dette
5. la capacité des actifs à générer des ventes
6. la capacité de transformer ces ventes en profits
7. la relation entre ces profits et le prix de l'action

Comprendre la signification de ces indicateurs est à la portée de tous. A l'heure d'internet et grâce aux rubriques Relations actionnaires des sociétés cotées, vous pouvez, bien plus facilement qu'avant, compiler les données nécessaires à une prise de risques raisonnée.

>> Il faut comparer

Notez que quels que soient les ratios que vous utiliserez (ratios de rentabilité, ratios de structure financière, ratio d'activité, ratio de liquidité...), ceux-ci ne vous fourniront d'informations pertinentes que dans la mesure où ils sont étudiés dans une optique comparative.

Une mise en perspective sur plusieurs exercices vous permettra bien souvent de dégager une tendance. Une étude menée entre sociétés du même secteur, à structures comparables, sera également particulièrement intéressante pour vous faire une opinion sur la valeur que vous étudiez.



Crowdfunding immobilier : le petit placement qui monte...

Le financement participatif immobilier séduit les investisseurs. En 2016, il a attiré 68,5 M€ de nouveaux capitaux, soit 53 % de plus qu'en 2015¹. Une tendance qui se confirme et s'accroît cette année. Car les rendements escomptés - et servis - sont particulièrement alléchants...

Frédéric Tixier

9,7 % : c'est le taux de rendement moyen généré par les projets de crowdfunding immobilier arrivés à terme, autrement dit remboursés aux investisseurs qui les ont financés². Une rentabilité résolument attractive, comparée aux performances aujourd'hui offertes par les placements traditionnels, y compris ceux de la pierre papier. Le crowdfunding immobilier a de fait rapporté deux fois plus que les SCPI d'entreprises (4,63 %) l'an dernier...

>> Explosion des projets et des fonds collectés

Ce rendement exceptionnel explique le succès croissant de cette nouvelle forme de placement, né aux Etats-Unis, mais réellement implanté sur le marché français depuis à peine cinq ans. Selon les données compilées par Céline Mahinc et Chloé Magnier, co-auteurs d'une étude annuelle sur le crowdfunding immobilier, ce sont 68,5 M€ qui se sont investis en 2016 dans 161 projets. Contre 44,7 M€ sur 115 projets, en 2015. « *Ce taux de croissance (+ 53 %) est supérieur à celui de l'ensemble de l'industrie du crowdfunding. Et le potentiel du marché français reste conséquent, au regard de la construction annuelle d'immobilier neuf* », précise Céline Mahinc, par ailleurs fondatrice du cabinet de conseil Eden Finances.

>> La promotion immobilière plébiscitée

Les projets de promotion immobilière constituent en effet, pour l'instant, les deux tiers des opérations de crowdfunding immobilier. Le financement participatif intervient alors dans le tour de table qui permet de lancer un nouveau programme de construction, aux côtés des fonds propres du promoteur, des emprunts bancaires et des éventuelles ventes sur plan des futurs appartements. Dès que le programme est bouclé et sorti de terre, les promoteurs sont alors en mesure de rembourser les « crowdfunders ». L'horizon de placement est de ce fait assez court : de 6 à 24 mois en général, 18 mois en moyenne. Le financement peut quant à lui revêtir plusieurs formes. Mais ce sont le plus souvent des obligations, émises par une société ad hoc, qui sont proposées aux investisseurs.

>> Un risque théorique ... déjà avéré

Ce type de montage n'est évidemment pas sans

risque. Le promoteur peut échouer à commercialiser son programme. Voire faire faillite... Dans les deux cas, les fonds investis sont perdus. Pour l'instant, un seul incident est répertorié : le défaut de paiement du promoteur Terlat, début 2017. Les sommes évaporées à cette occasion ne représentent toutefois qu'environ 4,5% des fonds levés par le crowdfunding immobilier. Celui-ci souffre néanmoins surtout de sa relative jeunesse : « *les premiers remboursements en crowdfunding ayant débuté en 2016, nous n'avons encore que peu de recul sur les incidents potentiels* », reconnaît d'ailleurs Céline Mahinc.

>> Maturité et diversification

Cette nouvelle forme de financement entre toutefois progressivement dans une nouvelle ère. D'abord parce que, selon les données du baromètre hellocrowdfunding³, le nombre de projets remboursés est en très forte augmentation : 58 sur les neuf premiers mois de l'année 2017, soit plus de la moitié des remboursements effectués depuis l'origine. Et que les nouveaux projets sont eux-aussi de plus en plus nombreux (153 projets sur les 3 premiers trimestres 2017). Ensuite, parce que le crowdfunding est en train d'étendre son champ d'action. Selon Céline Mahinc, de nouvelles opérations visant à financer directement l'entreprise en charge du projet sont en train d'émerger. « *On se rapproche de l'ADN du crowdfunding originel, où la finance participative intervient pour l'entreprenariat* », explique-t-elle. Surtout, grâce à l'assouplissement de la position de l'AMF vis-à-vis des projets dédiés à l'investissement locatif partagé, plus risqués et moins liquides, ces derniers vont se multiplier prochainement.

>> Une fiscalité favorable

L'essor du crowdfunding immobilier - et des risques qui y sont associés - va de ce fait rester un sujet d'actualité au cours des prochaines années. Si les perspectives de rendement peuvent autoriser à céder, dans des proportions raisonnables, à ce type d'investissement, les précautions d'usage - sélection drastique des projets, vérification du statut et de l'homologation des plateformes... - demeurent indispensables. Cerise sur le gâteau pour les investisseurs tentés par l'aventure : à la différence de tous les autres placements à « prépondérance immobilière », les opérations de crowdfunding immobilier ne seront pas intégrées dans le futur IFI, et pourront bénéficier de la prochaine « flat tax » réservée aux produits financiers...



¹ Source : « Entre attractivité et risques : quel avenir pour le crowdfunding immobilier ? », www.etudecrowdimmobilier.fr, par Céline Mahinc et Chloé Magnier.

² Baromètre www.hellocrowdfunding.fr, à fin septembre 2017

³ www.hellocrowdfunding.com/immobilier/barometre/

Réforme fiscale 2018 : une avancée - limitée - pour les actionnaires

Le premier projet de loi de Finances de l'ère Macron apporte son lot de nouveautés. Et de surprises. Plutôt favorable à l'épargne financière, la réforme fiscale proposée revient au principe d'un prélèvement forfaitaire sur les produits du capital. Mais n'est pas si favorable à l'investissement en actions qu'il n'y paraît. Le grand perdant des propositions gouvernementales est sans contexte l'immobilier physique et la pierre papier...

Frédéric Tixier

Hausse de la CSG, instauration d'une flat tax sur les produits financiers, recentrage de l'impôt sur le capital sur la seule fortune immobilière : la mouture 2018 du projet de loi de Finances et de financement de la Sécurité sociale, en cours de discussion parlementaire, instaure une mini-réforme de la fiscalité du patrimoine. Focus sur les principales mesures envisagées.

Suppression de l'ISF et instauration d'un impôt sur la « seule » fortune immobilière (IFI)

L'actuel Impôt de solidarité sur la fortune serait supprimé et remplacé, à compter du 1er janvier 2018, par un nouvel impôt assis sur les seuls biens immobiliers. Cet Impôt sur la fortune immobilière (IFI) s'appliquerait sur « les actifs immobiliers non affectés à l'activité professionnelle de leur propriétaire », précise le texte de loi, actuellement en discussion. En serait donc exclus toutes les valeurs mobilières, tels que les placements financiers, les livrets d'épargne, les actions...

Mais l'assiette de l'IFI est en réalité plus large que le traditionnel « immobilier de rapport », celui-là même qui, selon les termes du président de la République, génère cette fameuse « rente immobilière » que l'IFI est censé imposer. En dépit des multiples réactions des associations et fédérations professionnelles, le projet de loi envisage de soumettre à l'IFI une partie de la valeur des parts des sociétés qui détiennent, directement ou indirectement, un patrimoine immobilier. Les véhicules d'investissement dédiés à l'immobilier d'entreprise - dont l'impact sur l'économie réelle semble pourtant indiscutable - seraient inclus dans l'assiette de l'impôt. SCPI, OPCI, et mêmes titres de foncières cotées en Bourse (voir l'entretien avec Christophe Kullmann) devraient donc rester dans le périmètre de l'impôt sur la fortune. Mieux encore, les actifs immobiliers détenus via un

contrat d'assurance vie y seront également soumis, le texte précisant que « la valeur de rachat des contrats d'assurance rachetables exprimés en unités de compte » est incluse « dans le patrimoine du souscripteur, à hauteur de la fraction » de la valeur représentative d'un bien ou d'un droit immobilier. Enfin, visiblement pour couper court à des stratégies d'optimisation de l'impôt, les dettes afférentes aux actifs immobiliers seront bien déductibles, mais sous condition. Le texte prévoit en effet notamment un mécanisme de plafonnement du passif à l'encontre des contribuables détenteurs d'un patrimoine immobilier supérieur à 5 millions d'euros, et financé à plus de 60 % par emprunt. Pour le reste, l'IFI conserverait les mêmes modalités d'imposition que l'ISF : même seuil (1 300 000 euros de patrimoine immobilier), même barème d'imposition, même possibilité d'abattement (30 % sur la valeur de la résidence principale), même modalité de plafonnement (à 75 % des revenus du cumul de l'IFI, de l'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux). L'IFI offrirait également les mêmes possibilités de réduction d'impôt en contrepartie de dons à des organismes d'intérêt général. En revanche, la réduction d'ISF pour souscription au capital de PME serait supprimée.

Le retour d'une « flat tax » sur les plus-values et revenus financiers

Autre réforme d'importance prévue par le projet de loi de Finances : l'instauration d'un prélèvement forfaitaire unique, dit « flat tax », sur tous les produits de l'épargne (intérêts, dividendes, plus-values mobilières). Cette flat tax serait fixée à 30 % : 12,8 % forfaitaire d'impôt sur le revenu, et 17,2 % de prélèvements sociaux, compte tenu de la hausse de 1,7 %, également programmée¹, du taux de la CSG. Elle s'appliquerait à compter du 1er janvier 2018. Cette mesure constitue en réalité un retour à la situation qui prévalait avant le quinquennat Hollande. C'est en effet au début de sa présidence²

⁽¹⁾ Cette mesure figure dans le texte du projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2018, présenté le 28 septembre. Ce surplus de CSG, dans le cadre de la flat tax, ne serait pas déductible de l'impôt sur le revenu. ⁽²⁾ Loi de Finances pour 2012, votée le 20 novembre 2012



que fut instauré le principe d'un même régime d'imposition pour les revenus du capital et du travail. Une doctrine qui avait conduit à la suppression des taux forfaitaires existants sur les dividendes, les intérêts et les plus-values, et leur remplacement par un assujettissement au taux marginal de l'impôt sur le revenu. Ce « revirement » n'est toutefois pas complet, loin s'en faut. D'abord parce que ce nouveau prélèvement forfaitaire est bien « unique », fixé au même niveau quel que soit le produit financier sous-jacent. Rappelons qu'auparavant les dividendes d'actions bénéficiaient d'un taux de prélèvement inférieur (21 %) à celui des intérêts et des plus-values (24%). Ces mêmes dividendes avaient également droit à un abattement de 40 %, juste contrepartie de l'impôt sur les sociétés déjà acquitté par l'entreprise qui les distribue. Cet abattement est désormais supprimé, sauf en cas d'option pour le barème progressif de l'impôt sur le revenu.

Les contribuables ont en effet de nouveau la possibilité de choisir entre une imposition forfaitaire ou à l'impôt sur le revenu. Mais, contrairement au mécanisme antérieur qui permettait d'exercer une option différente selon le type de produit, la version 2018 est une option « globale » qui s'applique à tous les revenus de l'année. Autre point d'importance : la suppression des abattements pour durée de détention sur les plus-values de cession de valeurs mobilières. Ils seraient toutefois maintenus, mais uniquement pour les titres acquis avant le 1er janvier 2018, si le contribuable opte pour l'imposition au barème progressif. L'abattement spécifique de 500 000 euros dont bénéficie les dirigeants de PME partant à la retraite serait prolongé jusqu'au 31 décembre 2022. La flat tax ne s'appliquerait pas aux produits fonciers (revenus et plus-values), qui resteraient imposables, comme actuellement, au taux marginal de l'impôt sur le revenu (plus prélèvements sociaux). Notons enfin que les régimes des placements actuellement exonérés d'impôt sur le revenu (livrets réglementés, dispositifs d'épargne salariale, PEA...), sont maintenus en l'état, sauf pour les PEA (voir encadré), à l'exception toutefois de celui des PEL ouverts à compter du 1er janvier 2018, dont les intérêts seraient imposables dès l'année de l'ouverture du plan³.

Tour de vis sur l'assurance vie

L'assurance vie n'échappe pas à la « réforme fiscale ». Si sa fiscalité d'exception en matière de succession reste inviolée, les rachats portant sur des versements effectués après le 27 septembre 2017 devraient être soumis au nouveau régime de la flat tax. La mesure ne concerne toutefois que les contribuables qui disposeront, au 31 décembre de l'année précédant celle de l'imposition, d'un ou de plusieurs contrats dont le montant total des primes versées restantes⁴ dépasse le seuil de 150 000 euros.

Dans ce cas spécifique, la fiscalité des revenus de l'assurance vie serait alors moins favorable qu'actuellement au-delà de 8 ans de détention. Elle passerait à 30 % (soit 12,8 % de prélèvement fiscal et 17,2 % de prélèvements sociaux), contre 23 %⁵ actuellement, et 24,7 %⁶ pour les contrats inférieurs à 150 000 euros. Les abattements annuels de 4 600 euros (9 200 euros pour un couple), applicables aux contrats de plus de 8 ans, sont conservés. Ils devraient s'appliquer en priorité sur les produits attachés aux primes versées avant le 27 septembre 2017, puis sur la part taxée à 7,5 %, puis sur celle taxée à 12,8 %. Les assureurs se veulent néanmoins rassurants. D'abord parce que les revenus des contrats dont l'encours est inférieur à 150 000 euros (300 000 euros pour un couple) devraient continuer à bénéficier de la fiscalité favorable aux rachats, avec un taux de prélèvement forfaitaire libératoire dégressif en fonction de l'ancienneté⁷. Et que ce mécanisme devrait aussi s'appliquer aux produits des rachats portant sur des versements effectués avant le 27 septembre 2017, quel que soit l'encours du contrat. C'est toutefois oublier de rappeler que, quels que soient l'âge et la taille du contrat, les revenus de l'assurance vie subiront une augmentation de leur pression fiscale d'au minimum 1,7 %...

FISCALITE

PEA : la suppression des « taux historiques » en question

Cela a failli être une des mauvaises surprises du projet de loi de financement de la Sécurité Sociale (PLFSS) : la suppression du mécanisme dit des « taux historiques » sur les Plans d'Épargne en Actions (PEA). Ce système permet aux titulaires d'un PEA de se voir appliquer le taux des prélèvements sociaux en vigueur au moment de la réalisation d'un gain, et non celui de la date de clôture de son enveloppe fiscale. Concrètement, une plus-value réalisée, par exemple, en 1997, sera taxée à 3,9 % (0,5 % de CRDS, et 3,4 % de CSG, taux en vigueur à l'époque...), et non pas à ... 17,2 %, en supposant que le PEA soit clôturé en 2018. Ce n'est pas la première fois que le gouvernement tente de s'attaquer à ce sujet, officiellement pour lutter contre des « sources de complexité ». Il avait partiellement réussi à mettre fin à ce système pour l'assurance vie. Sur les PEA (mais également les PEE et les PERCO), il proposait dans son projet de conserver les taux historiques aux gains réalisés sur les PEA de moins de 5 ans, et le taux en vigueur au moment du rachat du plan à tous les gains réalisés au-delà de cette date anniversaire. Coté simplification, on pourrait sans doute mieux faire...

⁽³⁾ Selon le régime de droit commun (barème progressif de l'impôt sur le revenu, plus prélèvements sociaux), ou, sur option, à la flat tax.

⁽⁴⁾ Cumul des primes versées, déduction faite des primes récupérées lors d'éventuels rachats partiels antérieurs. A ne pas confondre avec la valeur de rachat du contrat, qui est généralement supérieure au cumul des primes.

⁽⁵⁾ 7,5% de prélèvement libératoire, plus 15,5% de prélèvements sociaux

⁽⁶⁾ 7,5% de prélèvement libératoire, plus 17,2% de prélèvements sociaux (+1,7% au 1er janvier 2018)

⁽⁷⁾ 35% avant 4 ans, 15% entre 4 et 8 ans, 7,5% au-delà de 8 ans. Taux auxquels il faut ajouter les prélèvements sociaux.

Alourdissement de la taxation des PEA : le gouvernement fait preuve de sagesse

L'instabilité fiscale est un mal bien français qui entrave les vellétés d'épargne utile des particuliers. Certes les soubresauts des marchés et la faiblesse de la culture financière ne sont pas innocents mais un peu de clarté et de prévisibilité ne nuiraient point. Au contraire. Le dernier épisode dont le PEA a failli être la victime involontaire en est une triste illustration.

Aldo Sicurani

La mobilisation a payé. Le communiqué de la F2iC, les très nombreuses réactions que nous avons collectées, l'intervention vigoureuse d'autres acteurs, comme le magazine Investir, ont ramené les pouvoirs publics à la raison. Il n'y aura finalement pas d'alourdissement de la taxation des PEA. Quatre ans après une première tentative que la F2iC avait vigoureusement combattue, le gouvernement était reparti à la charge en programmant la suppression du mécanisme des « taux historiques » qui permet aux titulaires d'un plan d'épargne en actions (PEA) de se voir appliquer, lors de sa clôture, le taux en vigueur au moment de l'achat des titres et non celui au moment du dénouement. Cette mesure, dissimulée dans un article du projet de loi de financement de la Sécurité sociale, était d'autant moins anodine que les prélèvements sociaux passent de 15,5 % à 17,2 % au 1er janvier 2018.

Au moment où le Président de la République appelle solennellement les épargnants à se détourner de la rente pour investir dans nos entreprises (en particulier celles de taille intermédiaire), le message envoyé a suscité stupeur et incompréhension. En effet, cette mesure aurait créé un fâcheux précédent. A un moment où les entreprises françaises ont besoin de fonds propres pour gagner des parts de marché en France et se développer à l'international, le gouvernement remettait en cause « l'investis-

sement productif ». Aussi, étant donnée la situation financière tendue que traverse notre pays, bien hardi qui peut prétendre que les prélèvements sociaux resteront pour longtemps aux niveaux actuels. Si les termes actuels du contrat n'ont aucune chance d'être respectés, alors autant s'en détourner.

Cela est d'autant plus fâcheux, que la Banque de France vient de publier des statistiques inquiétantes qui révèlent que 400 000 PEA ont été fermés entre mars 2016 et mars 2017 et que le nombre de plans est légèrement supérieur à 4 millions. Soit près d'un million de moins qu'au moment du lancement du PEA-PME en 2014.

Cette mesure technique aurait procédé de l'inverse de ce qu'il faudrait faire. Il n'est plus que jamais nécessaire que la part des investisseurs - institutionnels et individuels - français dans le capital de nos entreprises soit plus significative au moment où leurs qualités suscitent bien des convoitises.

Reste que la vigilance s'impose quant aux placements à venir, soumis à 17,2 % de prélèvements sociaux. Que se passera-t-il en cas de nouvelle augmentation. Le principe des taux historiques sera-t-il maintenu ? Rien n'est moins sûr. Le projet de loi reste flou à ce sujet...



ADHEREZ GRATUITEMENT A LA F2iC

Si vous souhaitez obtenir des informations financières et des outils pédagogiques, communiquez-nous :

Nom : Prénom :

Adresse :

Code Postal : Ville :

Etes-vous déjà membre d'un Club ? oui non e-mail :

A retourner à la F2iC - 14 place des Reflets - 92054 Paris La Défense cedex - Fax : 01.42.60.10.14

« Les données fournies par ce questionnaire sont conservées dans un fichier propriété de la F2iC et utilisées exclusivement en conformité avec la Loi Informatique et Libertés n°78-17 du 6 janvier 1978. La F2iC vous rappelle que vous disposez d'un droit d'accès, de modification, de rectification ou de suppression des données qui vous concernent (article 34 de la Loi Informatique et Libertés du 6 janvier 1978). Vous êtes susceptible de recevoir des informations concernant des manifestations organisées par la F2iC et/ou ses partenaires. »