



Impôt mondial minimal La fin des paradis fiscaux ?



À l'issue d'une négociation dans le cadre de l'OCDE et du G20, le projet – porté par la France – d'une réforme de la fiscalité des multinationales est sur le point de voir le jour.

L'objectif affiché est de **réduire les schémas d'optimisation fiscale**, qui, quoique légaux, sont éthiquement contestables.

Le premier pilier de cette réforme consiste à réaffecter une partie de l'impôt au pays dans lequel le bien ou service est vendu. Dans l'Hexagone, cela évitera que des ventes effectuées en ligne à des résidents français enrichissent fiscalement un État lointain.

Le second pilier vise à instaurer **un taux minimal mondial de 15 % d'impôt sur les sociétés**. Ainsi, si une entreprise étrangère réalise des bénéfices en France à partir d'un pays où l'impôt est faible, le Trésor public sera en droit de réclamer la différence pour atteindre ce taux minimal.

Cet impôt ne concernera pour l'instant que les très grandes entreprises, mais sera progressivement élargi.

Le diable se situe néanmoins dans les détails : calcul de l'assiette, répartition des bénéfices réalisés, etc. En pratique, **la mise en œuvre s'annonce très complexe** et va requérir une coopération inédite entre les États.

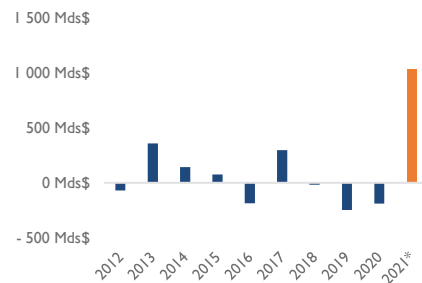
Notons enfin que ce projet a le soutien de plusieurs grandes entreprises, notamment parmi les géants du numérique, ce qui est prometteur.

Éditorial – Les marchés de retour au sommet, un paradoxe ?

Voilà près d'un an et demi que la pandémie mondiale affecte notre quotidien. Si cette crise d'une nature nouvelle avait d'abord fait trembler les marchés financiers, le ton a depuis bien changé. De nombreuses Bourses ont désormais retrouvé leurs plus hauts historiques.

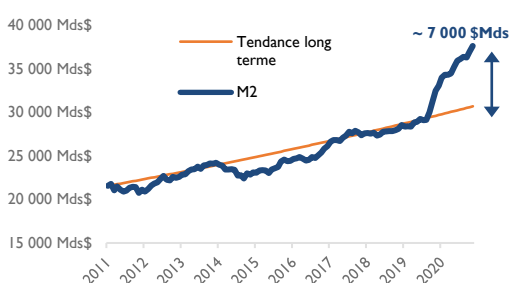
Nous abordions, dans nos éditos précédents, la nécessaire anticipation de la réouverture des économies dans le monde par les investisseurs. Toutefois, l'ampleur de la hausse des marchés en 2021 peut laisser perplexe : les valorisations sont désormais plus importantes qu'elles ne l'étaient avant la pandémie ! L'explication de ce phénomène apparaît en analysant les flux de capitaux investis sur les marchés actions. La figure 1 ci-dessous indique que **2021 a démarré sur un rythme record de collecte**, avec des flux très supérieurs à la normale.

Figure 1 : flux entrants sur les actions mondiales



* Source et prévisions : Goldman Sachs, selon flux observés au premier semestre

Figure 2 : excès de liquidités créé durant la pandémie

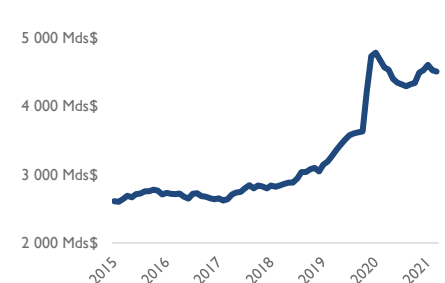


Sources : Bloomberg, Montaigne Capital

Ce flux acheteur, sans doute en grande partie responsable de la hausse récente des marchés, fait émerger la question de l'origine et de la pérennité de ces capitaux. À ce sujet, il apparaît **qu'une épargne supplémentaire a été constituée par les ménages** au niveau mondial durant la pandémie. Baisse des dépenses de loisir, épargne de précaution, aides d'États : les explications sont nombreuses. La figure 2 présente ci-dessus l'évolution de l'agrégat monétaire américain et européen « M2 » (c'est-à-dire, schématiquement, les billets, les dépôts bancaires et les livrets rémunérés) par rapport à sa tendance long terme. Il apparaît que, si la crise a créé un surplus de dette (hors dette étatique et bancaire) d'environ 8 000 Mds selon le FMI, elle a aussi créé un surplus d'épargne conséquent, dont une partie a été progressivement investie sur les marchés actions.

S'agissant de la pérennité de ce flux vers les actions, il est malheureusement beaucoup plus difficile de répondre. Certes, les actifs investis en fonds monétaires sont à leur plus haut historique, comme le montre la figure 3 ci-contre, et constituent ainsi encore une « réserve » pour des flux futurs vers les marchés actions. Pour autant, il est quasiment certain que le formidable soutien lié à ces flux va progressivement perdre en vigueur.

Figure 3 : Encours en fonds monétaires



Sources : Bloomberg, Montaigne Capital

Cela signifie-t-il qu'une baisse des marchés est désormais inévitable ? Nous ne le pensons pas, car les capitaux disponibles pour les investissements restent très importants, et car la classe d'actifs obligataires a perdu beaucoup de son attrait dans un contexte de taux quasi nuls. Ainsi, **nous pourrions encore avoir devant nous plusieurs belles années boursières**. En revanche, il ne faut pas ignorer les menaces sanitaires, qui, à tout moment, peuvent faire douter les investisseurs de la vigueur du rebond économique à venir. Les mois d'août pouvant être historiquement « volatils », nous recommandons une certaine prudence à court terme.

Jérôme Guilnard
Le 16 juillet 2021



Vers la démocratisation du « Private Equity » ?

Longtemps réservée aux investisseurs institutionnels, la classe d'actifs du « Private Equity » s'ouvre peu à peu aux épargnants traditionnels.

Qu'est-ce que le Private Equity ?

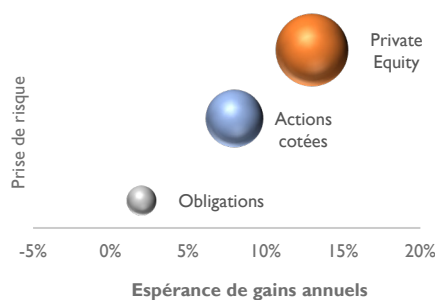
À la différence des investissements sur des marchés cotés, les fonds de Private Equity investissent dans des entreprises non cotées, soit en capital (équivalent des fonds « actions ») soit en produits de dettes (correspondant aux fonds obligataires). Certains se positionnent même sur des actifs réels, comme les fonds d'infrastructures (ils financent la construction de ponts, de réseaux télécoms, etc.). Ces fonds permettent aux sociétés qui ne sont pas cotées de lever des sommes importantes ou de financer par exemple des transmissions d'entreprises familiales à la génération suivante.



En matière de rendement financier pour leurs investisseurs, **les fonds de Private Equity n'ont pas à rougir face aux OPCVM classiques** qui investissent sur les marchés financiers : ils affichent, en moyenne, pour les fonds investis en capital, une performance de 10 à 15 % annuelle, à comparer aux 5-10 % pour leurs équivalents cotés (sur dix années). Ce rendement additionnel d'environ 5 % par an s'explique principalement par deux facteurs :

- ❖ Le **recours à l'endettement**, d'abord, car les fonds de Private Equity financent souvent une partie de leurs placements avec de la dette : cela augmente le risque de leur investissement, mais permet à leurs actionnaires de bénéficier d'un effet de levier. Ceci explique généralement la moitié de la surperformance globale des fonds de Private Equity.
- ❖ Ensuite, ces fonds présentent un **horizon d'investissement long**, de l'ordre d'une dizaine d'années : les investisseurs sont bloqués pendant cette période et n'ont pas la possibilité de récupérer leur capital. Mais le gérant bénéficie alors du temps nécessaire pour opérer des changements stratégiques et des opérations de développement dans les sociétés qu'il a sélectionnées, ce qui est souvent créateur de valeur.

Figure 1 : performances annualisées moyennes observées



Sources : Bloomberg, Montaigne Capital, sur dix années. Les performances passées ne sont pas un indicateur pertinent des performances futures.

La mauvaise réputation des fonds « TEPA » en France


Beaucoup de particuliers ont été incités ces dernières années à investir dans des fonds « TEPA », principalement dans le but d'obtenir des réductions fiscales (ISF et IR). Souvent structurés sous forme de FIP (fonds d'investissement de proximité) ou de FCPI (fonds commun de placement dans l'innovation), ces fonds ont rempli leur mission et ont fléchi une partie de l'épargne des Français vers des sociétés qui en manquaient cruellement. Néanmoins, en contrepartie des avantages fiscaux, les investissements ont été effectués dans des entreprises locales souvent très risquées, et la performance moyenne des fonds TEPA est négative.

Il ne faut en aucune façon confondre ce type de fonds avec le Private Equity, qui cherche à n'investir que dans des sociétés de premier ordre, sans contrainte. L'absence d'avantage fiscal est bien souvent compensée par une bonne gestion !

Un début d'ouverture du Private Equity aux investisseurs privés

Comme on l'a vu, un frein important à l'investissement en Private Equity est la durée d'indisponibilité des fonds, souvent de dix ans. C'est pourquoi s'est peu à peu développé un marché de la revente avant terme, appelé marché secondaire. Il existe désormais des investisseurs qui sont en capacité de racheter vos parts de fonds de Private Equity en cours de vie. Néanmoins, ces transactions sont souvent complexes et nécessitent une évaluation précise des actifs sous-jacents, et ne sont donc viables que pour une taille de transaction importante – sauf présence d'une plateforme d'échange permettant cette liquidité.

Plusieurs initiatives récentes sont en revanche prometteuses pour permettre aux épargnants privés de se constituer des investissements sur cette classe d'actifs :

- ❖ L'apparition, ces dernières années, d'unités de compte de Private Equity dans certains **contrats d'assurance-vie** (CNP, Axa, Cardif, Allianz, etc.). Néanmoins, l'offre reste encore limitée.
- ❖ L'initiative de **BPI France**, le bras armé de l'État, qui a proposé aux Français d'investir dans un fonds de fonds contenant l'ensemble de ses investissements en Private Equity sur une période de dix ans, ce qui permet de limiter le risque et la période d'investissement. 5 à 7 % de rendement visé pour ce produit, néanmoins très axé PME françaises. 
- ❖ Le développement de **plateformes de Fintech** permettant techniquement la souscription de fonds mondiaux de grande qualité pour des montants unitaires plus réduits (en général 100 k€) : iCapital, ou Moonfare en Europe, avec qui nous avons noué un partenariat.

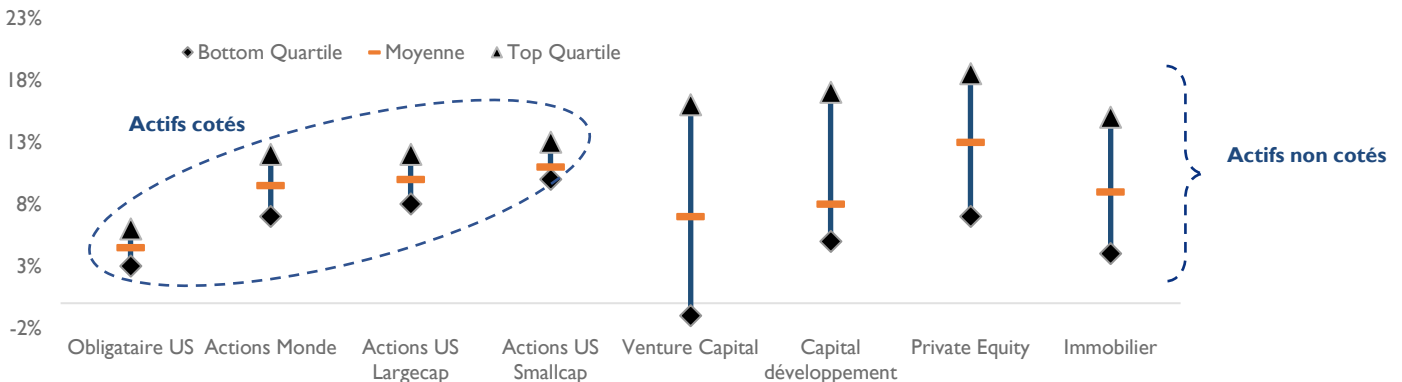


Notre approche du Private Equity

Si la performance moyenne des fonds de Private Equity est flatteuse, il faut toutefois bien avoir en tête que cette classe d'actifs est encore assez « jeune ». En conséquence, il existe de très fortes disparités de rendement entre les fonds. D'après l'étude présentée ci-dessous (cf. figure 2), le meilleur quartile des fonds de Private Equity, c'est-à-dire le quart des fonds les plus performants, affiche une performance de 18 % par an sur longue durée (trente ans). Le moins bon quartile se situe à 7 %. L'écart de performance annuelle est très important et correspond à un doublement du capital sur un peu plus de sept ans ! Il n'en est pas de même pour les actifs cotés, dont les écarts de performance sont plus réduits entre les gérants.

Il est donc **primordial de se focaliser sur les fonds de premier ordre**, plus susceptibles d'appartenir au premier quartile.

Figure 2 : performances annualisées par quartile selon les classes d'actifs



Sources : KKR Global Institute, données calculées sur 30 ans en 2018. Les performances passées ne sont pas un indicateur pertinent des performances futures.

Le challenge relatif à ces fonds « top quartile » est de réussir à atteindre leurs critères de taille de souscription minimale : étant très demandés, ils refusent des investisseurs lors de la levée de nouveaux capitaux. Avec moins de 20 M\$, vous avez peu de chances d'être accueilli pour un nouveau tour de table. C'est la raison pour laquelle se développent actuellement des plateformes de souscription.

Les plateformes de Private Equity : comment fonctionnent-elles ?

Les plateformes de Private Equity proposent des outils qui permettent d'investir sur cette classe d'actifs. Concrètement, pour chaque fonds de Private Equity proposé sur une plateforme, un fond nourricier est créé afin de regrouper les différents investisseurs de la plateforme et de leur permettre d'atteindre le montant minimum d'investissement requis par le fonds sous-jacent.

Par ailleurs, ces plateformes communiquent sur demande à leurs partenaires des informations complètes sur les fonds sous-jacents, de sorte à permettre une analyse et une « Due Dilligence » de qualité institutionnelle. Enfin, la digitalisation des outils permet une expérience utilisateur fluide et non laborieuse.

Le mandat Private Equity de Montaigne Capital

Nous avons fait le choix d'utiliser la plateforme Moonfare, qui est la plus avancée en Europe. Elle vient de passer le cap du milliard d'euros.

Concrètement, nous bâtissons pour nos clients des portefeuilles de **gestion sous mandat** diversifiés sur plusieurs fonds de Private Equity, uniquement de premier plan, avec pour **objectif de détenir un investissement d'excellente qualité** sur une dizaine de fonds différents. Nous nous chargeons de l'administratif, des arbitrages éventuels en cours de vie des fonds et des réinvestissements. Ce mandat est accessible à partir d'un million d'euros.

N'hésitez pas à contacter votre gérant pour plus d'information, tout en gardant en tête que ce type d'investissement est réservé à une catégorie spécifique d'investisseurs pouvant immobiliser leur capital sur durée longue.

MOONFARE
Exemples de gérants de Private Equity









Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel. Les fonds de Private Equity présentent un risque important de perte en capital et de non-liquidité.



La SICAV « MC FUNDS »

Montaigne Capital est gestionnaire de la SICAV « MC Funds ». Cet OPCVM est actuellement composé de quatre compartiments.

MC Convictions France est un fonds actions « multi-cap » principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement est le *stock-picking* pur, sans contrainte de style, de « facteur », de taille de capitalisation ou de liquidité individuelle des titres.

MC Leaders Durables investit dans les actions de grandes entreprises mondiales leaders sur leur marché ou en position avantageuse pour le devenir. La stratégie de gestion du fonds intègre des critères financiers d'analyse fondamentale et des critères extra-financiers principalement liés à la transition énergétique.

MC Leaders Réactifs est un fonds nourricier du compartiment MC Leaders Durables, et bénéficie d'une couverture partielle au risque de marché. Son objectif est de réaliser une performance nette de frais supérieure à +4 % annualisée sur la durée de placement recommandée.

MC Modéré est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciels, de sorte à minimiser les coûts induits.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	Perf. du trimestre	Perf. 1 an	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	+3,43 % (+7,91 %)	+31,10 % (+33,95 %)	-1,80 % (+25,92 %)	+39,76 % (+67,55 %)
MC Leaders Durables (MSCI World EUR hedged)	FR0010085530	Actions	+8,82 % (+7,39 %)	+36,41 % (+35,32 %)	N/A (N/A)	N/A (N/A)
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+5,41 % (+0,98 %)	+19,84 % (+4,00 %)	N/A (N/A)	N/A (N/A)
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+1,15 % (+0,51 %)	+7,38 % (+2,07 %)	+9,18 % (+6,53 %)	+10,92 % (+11,26 %)

Note : performances au 30 juin 2021. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Commentaire trimestriel

Le deuxième trimestre 2021 a marqué une poursuite de la vague d'optimisme sur les marchés financiers grâce à la progression des campagnes de vaccination contre la Covid-19 dans le monde, qui permet d'envisager une normalisation de la situation sanitaire.

Le **marché obligataire** enregistre un repli du fait de la dynamique de remontée des taux d'intérêt, ainsi que d'une certaine rotation vers les actifs les plus risqués amorcée depuis près d'un an. Les taux allemands et français à dix ans progressent ainsi significativement, ce qui pénalise les valorisations des obligations d'entreprises et d'États. Le propos est néanmoins à nuancer au vu des évolutions observées en ce début de mois de juillet.

Le dynamisme des **marchés actions** observé depuis le début de l'année s'est poursuivi au second trimestre de 2021, porté par des indicateurs économiques positifs, une relance vigoureuse et une forte progression de la vaccination dans les économies développées. Ainsi, malgré quelques craintes quant à l'évolution de l'épidémie, le sentiment de marché demeure nettement positif. Il convient néanmoins de noter un léger repli des indices actions depuis le début du mois de juillet, suivant des résurgences épidémiques dans certaines économies développées.

Le **marché des changes** a été contrasté sur le trimestre, marqué par une forte remontée du réal brésilien, mais une nouvelle dégradation de la livre turque. Par ailleurs, après un net repli du dollar US face à l'euro en début de trimestre, le mouvement s'est inversé, et le taux de change apparaît finalement stable sur la période. Le yen, la livre sterling et le franc suisse, quant à eux, sont restés relativement stables durant le trimestre.

Les **matières premières** poursuivent leur hausse exceptionnelle entamée il y a plus d'un an, avec une belle performance des matières industrielles (fer, acier et aluminium) ainsi que du pétrole (le Brent bondit encore de +18,2 % sur le trimestre, à +45,3 % depuis le début de l'année). L'activité industrielle et la consommation demeurent solides, ce qui tire à la hausse la demande du secteur. *A contrario*, nous constatons que l'or ne progresse que légèrement sur fond de désintérêt des investisseurs et de hausse des taux réels.

Les fonds gérés par Montaigne Capital présentent un risque de perte en capital. Les indicateurs de référence sont calculés dividendes nets réinvestis. Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DICI, prospectus et rapports périodiques) disponibles sur le site Internet de la société ou sur simple demande.

Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent pas une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit.