

Lettre trimestrielle – Hiver 2023-2024

Loi de finances 2024



Chaque année, la **loi de finances** apporte son lot de nouveautés. 2024 ne fait pas exception.

Parmi les principales mesures qui concernent le patrimoine et l'épargne, on peut citer :

- l'**indexation du barème** de l'impôt sur le revenu sur l'inflation, qui permettra de réduire légèrement l'impôt sur le revenu des Français ;
- la suppression de la possibilité d'ouvrir ou de verser sur un **PER pour les mineurs** ;
- la création du « **plan d'épargne avenir climat** », qui vient compléter le livret A et le livret développement durable pour les moins de 21 ans ;
- la prolongation de plusieurs dispositifs fiscaux jusqu'au 31 décembre 2026 (**réduction d'impôt de 75 % pour les dons** au profit d'associations qui viennent en aide aux personnes en difficulté et réduction d'impôt pour souscription au capital de sociétés).

Pas de révolution fiscale en 2024, donc, puisque ces modifications devraient avoir un **impact marginalement positif** sur la fiscalité des Français.

Nous en profitons pour vous présenter nos meilleurs vœux pour 2024 !

Éditorial – Intelligence artificielle : comment se positionner en Bourse ?

L'écllosion de ChatGPT et la révélation au grand public des dernières avancées de l'intelligence artificielle ont braqué les projecteurs sur cette technologie. Beaucoup prédisent qu'elle constituera la prochaine « **révolution industrielle** ». Dans ce contexte, il nous semble nécessaire de réfléchir à la meilleure manière de se positionner en Bourse pour potentiellement en bénéficier. Nous allons voir à cet égard que l'étude du passé, et de la bulle internet en particulier, est riche d'enseignements.

En premier lieu, il est intéressant de constater que la Bourse a rapidement intégré « l'intelligence artificielle » dans la valeur boursière des sociétés exposées à cette technologie (cf. figure 1). **Microsoft** (actionnaire de ChatGPT) ou **Nvidia** (fabricant des puces utilisées par les logiciels d'intelligence artificielle) ont par exemple beaucoup progressé au fur et à mesure que le grand public découvrait les possibilités offertes par ChatGPT. À l'inverse, les entreprises dont les produits ou services pourraient être remplacés par de l'intelligence artificielle ont été sous pression en 2023, comme Téléperformance (qui exploite des centres d'appels).

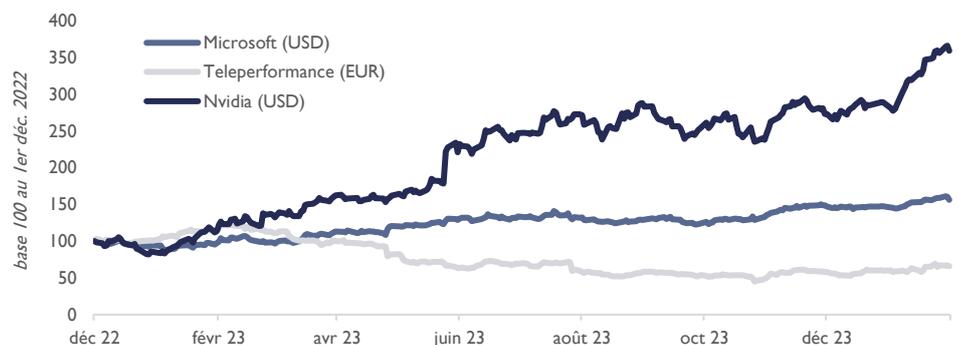


Figure 1. Source : Bloomberg, Montaigne Capital. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Ce mouvement de grande ampleur appelle cependant également à la méfiance. Souvenons-nous en effet de la bulle internet : les investisseurs avaient bien anticipé le gigantesque impact d'internet sur l'économie et sur nos modes de vie. Ils avaient en conséquence acheté les « gagnants » d'internet... mais **beaucoup trop tôt**. À titre d'illustration, Amazon, pionnier du commerce en ligne, avait vu son cours multiplié par 35 entre son introduction en Bourse, en 1997, et mars 2000 (sommet de la bulle internet), pour ensuite se trouver divisé par 10 entre 2000 et 2001. Et pour cause, la société n'a connu ses premiers profits qu'en 2003 ! Les investisseurs avaient, dès la fin des années 1990, bien identifié le potentiel de la société, mais ils avaient mal appréhendé le « timing » du marché.

En effet, l'impact d'une innovation technologique a toujours tendance à être surestimé par les investisseurs à court terme, mais sous-estimé à long terme.

Par ailleurs, même si Microsoft a désormais une longueur d'avance avec sa filiale qui commercialise ChatGPT, il est très difficile de savoir dès à présent quelles entreprises seront les véritables gagnantes de cette innovation. En reprenant l'histoire d'internet, on pourra se rappeler par exemple que Google a été créé en 1998, soit quatre ans après Yahoo!, qui était alors le pionnier de la recherche en ligne. Par analogie, il n'est donc pas absurde de penser que l'entreprise qui deviendra le leader de l'intelligence artificielle pourrait bien ne pas encore exister aujourd'hui !

Dans ce contexte, **il nous semble urgent de ne pas se précipiter**, mais de continuer bien entendu à analyser attentivement les innovations, leurs impacts et les entreprises qui les promeuvent ; de garder la tête froide face aux valorisations souvent astronomiques des sociétés les plus à la pointe de cette nouvelle technologie ; de rester à l'écart des entreprises dont le modèle d'affaires risque d'être « disrupté » par l'intelligence artificielle ; en d'autres termes, de poursuivre notre métier de *stock-picker* !

Jérôme Guilnard,
le 26 janvier 2024



Patrimoine – Transmettre son entreprise familiale à l'aide d'un pacte Dutreil

Transmettre les entreprises familiales entre générations : un défi au sein des familles, mais, qui plus est, un enjeu majeur pour la conservation du tissu économique local. Contrairement à certains de nos voisins européens, les entreprises familiales françaises peinaient en effet à se transmettre aux générations suivantes, notamment en raison du coût fiscal des transmissions à titre gratuit.

Le dispositif, créé sous le nom de « **pacte Dutreil** », permet, depuis 1999, sous réserve de respecter certaines conditions, de bénéficier, au moment de la transmission, d'une exonération de 75 % de l'assiette taxable.

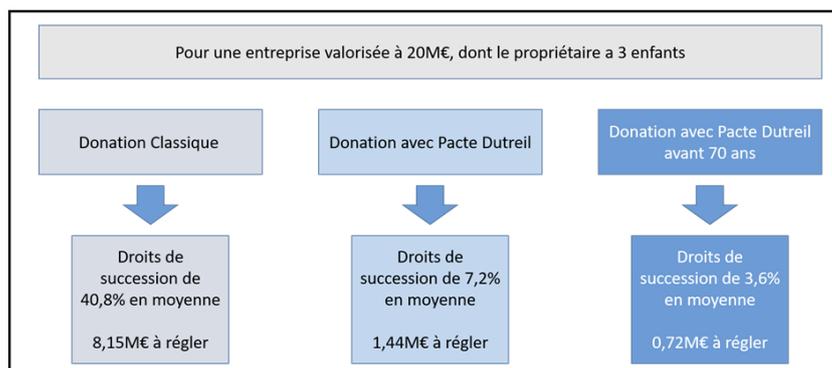


Figure 1. Calcul des droits de donation. Source : estimation Montaigne Capital.

Les conditions de mise en œuvre du pacte Dutreil reflètent fidèlement l'esprit de ce dispositif innovant.

- La société doit exercer une **activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou libérale**, ou une activité de holding animatrice. Les sociétés exerçant à la fois une activité éligible et une activité non éligible (comme la gestion financière de leur patrimoine) ne sont pas nécessairement exclues du dispositif : il « suffit » que l'activité éligible soit exercée de façon prépondérante.
- Un des signataires doit occuper un **poste de direction** (président, directeur général, président du conseil de surveillance ou membre du directoire d'une société par actions pour les SA ou SAS) dans l'entreprise.
- Un **engagement de conservation** est demandé :
 - les signataires doivent s'engager collectivement à conserver leurs titres pendant deux ans (ou les détiennent déjà depuis deux ans) ;
 - à l'issue de cette période d'engagement collectif, chaque signataire s'engage individuellement à une période de conservation de quatre années.
- Enfin, le dispositif s'applique s'il concerne **une part importante du capital** de l'entreprise :
 - au moins 34 % des droits de vote (et 17 % du capital) pour une société non cotée ;
 - au moins 20 % des droits de vote (et 10 % du capital) pour une société cotée.

Points d'attention :

Le sujet des holdings fait l'objet d'un point d'attention particulier, l'enjeu étant de déterminer le caractère effectivement « animateur » de la holding considérée. Cette qualification est déterminante et peut s'avérer source de contentieux. En effet, si les entrepreneurs considèrent que l'existence d'une convention d'animation entre la holding et ses filiales suffit à caractériser le lien d'animation, les services des impôts requièrent quant à eux systématiquement des preuves de la réalité matérielle de l'animation. Ainsi, des éléments comme les procès-verbaux de conseil ou le contenu des travaux effectués contribueront à alimenter le faisceau d'indices permettant de **caractériser le lien d'animation**.

Concernant les holdings, il peut également s'avérer délicat de démontrer le caractère prépondérant des activités éligibles. Si le cas se présente, il est toutefois possible de limiter la portée du pacte aux filiales éligibles, à travers le **régime des holdings interposées** (prévues dans le dispositif de la loi Dutreil). Cette solution, si elle offre une sécurité juridique, aura pour effet de restreindre l'étendue du pacte.



Concrètement, si vous souhaitez bénéficier des avantages du pacte Dutreil afin de transmettre votre entreprise, voici le cadre dans lequel cette mise en place peut s'opérer.

- Il est recommandé de procéder à l'élaboration du pacte Dutreil **avant les 70 ans du donateur de l'entreprise** : en effet, dans ce cas, l'article 790 du CGI prévoit une réduction additionnelle de 50 % des droits de donation une fois l'abattement de 75 % appliqué.
- Le pacte doit de préférence être réalisé en donation (les droits de donation pouvant ainsi être réglés par le donateur), même si celui-ci peut encore être réalisé dans un délai de six mois suivant le décès du donateur.

Les équipes de Montaigne Capital sont bien entendu à votre disposition pour vous accompagner tout au long de ces étapes, afin de **permettre la meilleure transmission de votre patrimoine**.

Les informations fournies ci-dessus ne constituent pas un conseil fiscal et ne doivent pas être interprétées comme telles. Les lois fiscales peuvent varier selon les juridictions et les circonstances individuelles. Il est fortement recommandé de consulter un professionnel qualifié pour obtenir des conseils adaptés à votre situation spécifique.



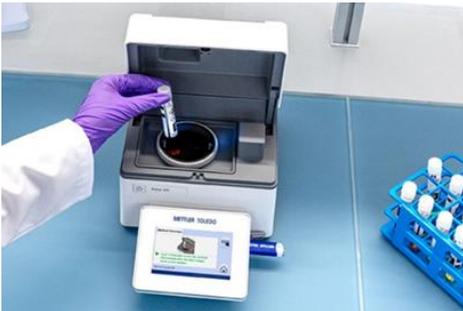
Valeur – Focus sur Mettler Toledo, un leader incontesté de la précision

Depuis ses débuts, Mettler Toledo a tracé sa voie en tant que **leader mondial** dans la conception et la fabrication d'instruments de précision pour les fonctions de R&D, contrôle qualité et processus de fabrication. Son portefeuille diversifié inclut des balances de laboratoire et industrielles d'une précision remarquable. Celles-ci sont utilisées dans des secteurs aussi variés que l'industrie pharmaceutique, l'agroalimentaire, la chimie et bien d'autres. Cette présence polyvalente lui confère une position de numéro un mondial dans la plupart des segments qu'il adresse, témoignant de **son expertise et de sa fiabilité reconnues**.



Un modèle d'activité résilient

Mettler Toledo se distingue par la diversité de ses marchés finaux, couvrant des secteurs variés tels que la santé (38 %), l'alimentaire & boissons (20 %), la chimie (12 %), la cosmétique, la recherche, la distribution alimentaire, le transport & logistique, la métallurgie et l'électronique. Cette diversification sectorielle, couplée à une forte présence dans des marchés résilients comme la santé et l'alimentaire, assure **une très bonne stabilité financière**. De plus, la société maintient une base clientèle large et équilibrée, aucun client ne représentant plus de 1 % du chiffre d'affaires, réduisant ainsi la dépendance à des partenaires spécifiques. Enfin, la stratégie d'expansion géographique a permis une implantation équilibrée, composée d'une forte présence en Amérique du Nord et en Europe, mais également de relais de croissance en Chine et dans le reste de l'Asie-Pacifique. Ce choix stratégique confère à Mettler Toledo une résilience face aux variations économiques régionales. Au niveau des produits, l'accent mis sur l'essor des services et des consommables, qui contribuent désormais à un tiers du chiffre d'affaires, a permis de créer **une manne récurrente à marge élevée**.



Un potentiel de croissance robuste

Le marché chinois se révèle être un moteur de croissance significatif pour Mettler Toledo, générant 21 % du chiffre d'affaires, **avec une rentabilité deux fois supérieure** à celle en Europe et aux États-Unis, ce qui explique la décision de la société de localiser plus d'un tiers de sa production en Chine. Par ailleurs, le groupe réoriente ses investissements vers des segments à fort potentiel tels que les batteries lithium, les semi-conducteurs, les matériaux durables ou encore l'alimentation végétale. Enfin, un plan marketing ambitieux vise à renforcer la présence directe auprès des clients finaux, tandis qu'un programme d'amélioration opérationnelle cible une optimisation de la « *supply chain* » via **l'intégration de l'intelligence artificielle**, notamment.

La puissance de l'innovation et du réseau de distribution

Les barrières à l'entrée sont importantes pour toute entreprise aspirant à concurrencer Mettler Toledo. En effet, la société dispose d'un vaste réseau de distribution directe couvrant plus de 40 pays, garantissant une présence internationale robuste, ainsi que de **la plus grande base installée d'instruments de pesée au monde**. De plus, les investissements constants dans l'innovation, qui représentent environ 5 % du chiffre d'affaires annuel (soit 170 millions de dollars), sécurisent un avantage technologique conséquent. Ces avantages garantissent le succès de la société dans un marché très dynamique porté par **l'automatisation** des processus productifs, le **vieillessement** de la population dans les marchés développés et **l'émergence d'une classe moyenne** dans les pays émergents, notamment en Chine.

Un historique d'exécution exceptionnel

Mettler Toledo s'est démarqué par une **croissance presque ininterrompue de son chiffre d'affaires** pendant plus de 20 ans, accompagnée d'une expansion continue de sa rentabilité. Le management, confiant dans sa capacité à maintenir cette tendance solide, vise désormais une croissance annuelle supérieure à 6 % et une expansion annuelle de la rentabilité d'environ 1 point par an. Cette **solide exécution** sur le long terme atteste de la résilience et de la stratégie bien pensée de l'entreprise.

Intérêt boursier

Actuellement, le cours de l'action est affecté par des conditions économiques temporaires, notamment en Chine, ainsi que par l'effet de ralentissement post-Covid. Cependant, la rentabilité de l'entreprise continue de progresser, ce qui représente **une opportunité pour les investisseurs à la recherche de perspectives à long terme**. Les niveaux de valorisation, historiquement élevés, sont aujourd'hui à des niveaux plus raisonnables, ce qui constitue selon nous un bon point d'entrée sur cette belle valeur, qui devrait continuer de surperformer sur le long terme.

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.



La gamme de fonds OPCVM

Montaigne Capital gère une gamme de fonds spécialisés sur plusieurs classes d'actifs.

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, qui 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.

MC Prestige Or investit dans les actions de sociétés liées à l'or sur toutes les géographies, y compris dans les pays émergents.

MC Spécial est un fonds actions, principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement vise les situations spéciales liées à la structure capitalistique ou à la détention d'une probable sous-évaluation liée à un effet de mode.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	2023	2022	2021	2020	2019	2018
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged Net)	FR0010085530	Actions	+18,93 % (+20,96 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+11,96 % (+4,00 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+4,52 % (+5,90 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)	-3,60 % (+2,13 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	+6,53 % (+8,34 %)	+0,00 % (-8,05 %)	+1,65 % (-4,08 %)	+5,68 % (+14,34 %)	+31,30 % (+45,51 %)	-20,78 % (-6,00 %)
MC Spécial (CAC 40 net)	FR0007036397	Actions	+10,26 % (+19,26 %)	-3,49 % (-7,37 %)	+25,54 % (+31,07 %)	+3,58 % (-5,57 %)	+8,60 % (+29,24 %)	-24,79 % (-8,88 %)

Note : performances nettes de frais au 31 décembre 2023. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

L'année 2023 a marqué un rebond significatif des marchés financiers sur fond de ralentissement de l'inflation, de discours plus accommodants de la part des banques centrales, ainsi que de résilience des principaux indicateurs économiques des pays occidentaux. Le scénario central des marchés financiers, à savoir un ralentissement lent et contrôlé de l'économie, semble se matérialiser.

Le **marché obligataire** enregistre une hausse significative sur le trimestre du fait de la forte baisse des taux longs, conséquence d'une inflation en ralentissement et d'un discours plus accommodant des banques centrales. Les taux allemands et français à 10 ans corrigent ainsi fortement, ce qui bénéficie aux valorisations des obligations d'entreprise et d'État.

De même, les **marchés actions** ont nettement rebondi à partir du mois de novembre, notamment les valeurs les plus cycliques. Cette bonne performance boursière s'explique par le ralentissement contrôlé de l'inflation, ainsi que des principaux indicateurs économiques des pays occidentaux, en ligne avec les attentes du marché. Néanmoins, des incertitudes perdurent quant au redémarrage de l'économie chinoise, qui tarde à se concrétiser.

Le **marché des changes** a été relativement calme sur le trimestre, marqué par un léger repli du dollar US face à l'euro, et par une stabilité du yen, du franc suisse, de la livre sterling, et même du réal brésilien. La lire turque poursuit en revanche son effondrement.

Les **matières premières** restent le sujet le plus brûlant, tant leur volatilité a été importante durant l'année 2023. Les matières industrielles ont eu des comportements très divers : le manganèse et l'aluminium sont restés stables, tandis que le nickel a continué son repli, et que le fer, le cuivre et l'acier se sont nettement appréciés. Par ailleurs, les prix du gaz et du pétrole poursuivent leur normalisation sur fond de détentes énergétiques, de même que l'électricité. Enfin, l'or, pourtant valeur refuge par excellence, continue de progresser dans un contexte de baisse des taux longs.

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 (DICL, 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 ni une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit.