

## Lettre trimestrielle – Automne 2018

### PEA Jeunes : Inciter les jeunes à avoir les bons réflexes ?



Au cours de l'examen de la loi PACTE, deux amendements proposant l'instauration d'un PEA Jeunes ont été déposés. Il s'agit d'une avancée à la fois éducative et patrimoniale visant à familiariser les jeunes à l'investissement en actions.

L'idée est ainsi de permettre aux majeurs de 18 à 25 ans (et aux mineurs émancipés) résidant en France et dépendant du foyer fiscal de leurs parents d'ouvrir un PEA. Le montant minimum prévu est de 15 €, tandis que le maximum est de 25 000 €.

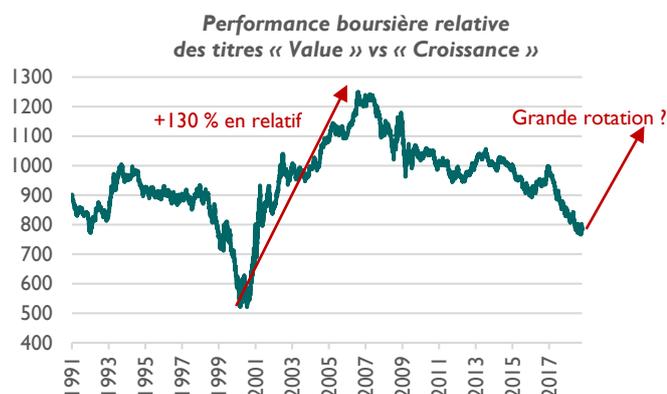
Afin d'éviter que ce nouveau PEA ne soit utilisé par les parents comme une seconde enveloppe actions, il est prévu que « la somme totale des versements autorisés sur les PEA des enfants et des parents » ne puisse excéder le plafond du PEA pour un foyer fiscal (pour un couple détenteur de deux PEA : 300 000 € / pour une famille monoparentale : 150 000 €). À la sortie du foyer fiscal du jeune adulte, le PEA Jeunes est transformé en PEA classique.

Le texte voté en première lecture à l'Assemblée nationale est à présent en discussion au Sénat et devrait être définitivement adopté vers la fin du premier trimestre 2019.

### Éditorial – La grande rotation ?

La récente baisse des marchés actions a eu la particularité de toucher très fortement les belles valeurs de croissance qui avaient alimenté la hausse des indices actions depuis une dizaine d'années. Conjugué à une hausse des taux aux États-Unis et à une résurgence de l'inflation, ce phénomène pourrait annoncer un **grand mouvement de rotation** au profit des actifs dits « value », c'est-à-dire dont le prix est faible par rapport à leurs fonds propres.

Un peu de théorie : démocratisé par Russell Investments depuis une quarantaine d'années, l'investissement par style oppose les sociétés dites « de croissance » (affichant une progression significative de leur chiffre d'affaires, mais à rentabilité immédiate modérée) aux entreprises dites « value » (générant déjà d'importants cash-flows libres, mais peu valorisées en Bourse en raison d'une croissance atone). Les études académiques laissent penser que la « value » surperforme la « croissance » sur le très long terme, car les investisseurs ont tendance à surestimer les perspectives de croissance de leurs titres favoris.



Source : Bloomberg, Montaigne Capital, indice Russell Value vs Russell Growth

Néanmoins, après une très forte performance de la « value » entre 2000 et 2007, qui avait plus que doublé par rapport aux titres de croissance, ce style est désormais délaissé. **La forte baisse des taux depuis 2008 a en effet beaucoup contribué à alimenter la hausse des sociétés dites « de croissance »**, dont la valeur des profits futurs augmente si le taux d'actualisation est plus faible !

Plus concrètement, au sein de notre CAC 40, quels sont les titres « value » ? En utilisant un critère simple, qui consiste à sélectionner les sociétés dont la valorisation boursière est inférieure à 1,5 fois leurs fonds propres, 14 sociétés se distinguent.



Ces titres sont bien moins valorisés que les sociétés de croissance (Hermès se paye par exemple 11 fois ses capitaux propres !), et leur performance boursière depuis 2007 est très faible (en moyenne +7 % dividendes réinvestis, contre +300 % pour notre panier de valeurs de croissance du CAC 40). Les secteurs financier, automobile, énergétique et de la construction sont fortement représentés dans la « value ».

Nous ne recommandons évidemment pas d'acheter aveuglément ces valeurs, mais il y a une forte probabilité, selon nous, que ces « vilains petits canards boursiers » réussissent à restaurer leurs lettres de noblesse dans un environnement où la macroéconomie va leur être beaucoup plus favorable. Notre préférence va au secteur des **matières premières** (pétrole, mines et métaux précieux), aux **assurances** et aux sociétés à **fort pricing power** dans des secteurs cycliques (comme Michelin).

En complément de ce socle plus défensif, nous maintenons notre avis positif sur les sociétés réussissant à se positionner favorablement dans une économie où les nouvelles technologies révolutionnent très rapidement les modes de distribution des produits et services traditionnels.

Pierre Willot  
Le 19 octobre 2018

## Secteur des télécoms en France : vers une consolidation en 2019 ?

Dans le contexte actuel d'un marché volatil, les opérateurs télécoms font partie des secteurs « défensifs » qui sont susceptibles d'intéresser les investisseurs. La France est particulièrement bien lotie en la matière, puisqu'elle compte quatre opérateurs, tous cotés en Bourse. Le secteur est-il réellement porteur ? Et en tant qu'investisseur, quel opérateur choisir ? Tentons d'y voir plus clair.

### 1°/ Un secteur qui a subi une « révolution »



Historiquement dominée par Orange (ex-France Télécom), l'industrie des télécommunications a réellement pris un nouvel essor dans les années 1990, à la faveur de la double révolution, mobile et Internet. Le modèle économique d'un opérateur est relativement simple : il s'agit de convertir des investissements, sous forme d'achat de fréquences et de déploiement de réseau, en flux de trésorerie, sous forme d'abonnement auprès des clients.

Les investissements initiaux sont certes très élevés (le déploiement d'un réseau d'antennes, en particulier, coûte plusieurs milliards d'euros, ce qui nécessite le recours à un endettement important), mais les revenus des abonnements des clients sont très réguliers et récurrents. L'équation est donc particulièrement juteuse.

Sauf qu'en France, rien n'est aussi simple ! Après une campagne présidentielle 2007 marquée par le thème de la « vie chère », le gouvernement Fillon a pensé qu'il serait habile de « rendre du pouvoir d'achat aux Français » en favorisant l'émergence d'un quatrième opérateur mobile à bas prix. Concrètement, il s'est agi de vendre à un faible prix un spectre de fréquences à ce nouvel opérateur (Free), et de l'autoriser à utiliser le réseau d'Orange le temps que son réseau propre soit mis en place.

Si l'objectif recherché a bien été atteint, puisque les prix des abonnements ont été sensiblement revus à la baisse, les conséquences pour le secteur ont été significatives, puisque le revenu des opérateurs a globalement été divisé par deux à partir de l'arrivée sur le marché de Free, en 2012 – ce qui se traduit par une baisse de la valeur de marché bien plus élevée encore.

### 2°/ Le serpent de mer de la consolidation

Pour les opérateurs, cette révolution a été particulièrement destructrice de valeur : non seulement les prix des abonnements ont été tirés vers le bas, mais, en plus, l'ensemble des clients est à partager en quatre et non plus en trois. L'idéal pour eux serait donc la consolidation du marché et un retour à trois opérateurs, ce qui n'est pas aberrant compte tenu de la taille du marché français (à titre de comparaison, les 430 millions d'abonnés américains sont répartis entre cinq opérateurs).

Si de nombreuses discussions ont eu lieu à ce sujet, aucun accord de rapprochement n'a encore été trouvé. Mais les discussions pourraient reprendre en 2019, de l'aveu même des dirigeants des sociétés concernées.

« À moyen terme, et le moyen terme pourrait être, disons, à partir de 2019, je pense toujours très fermement que les caractéristiques économiques du marché français rendront la consolidation inévitable. »

Stéphane Richard, PDG d'Orange, le 26 juillet 2018

« Nous pensons que la consolidation arrive. Mais nous ne savons pas quand. »

Alain Weill, DG d'Altice (qui détient SFR), le 2 août 2018

« Au sujet de la consolidation, il y a eu sept tentatives au cours des dernières années. Nous avons assisté à plusieurs tentatives de nos concurrents de se racheter les uns les autres. [...] Nous ne serons probablement pas ceux qui déclencheront [la consolidation] [...], mais nous sommes prêts à aider. »

Direction d'Iliad, conférence téléphonique du 4 septembre 2018

« Concernant la structure du marché, le moins que l'on puisse dire, c'est que je n'en ai pas été un promoteur. Ce n'est pas moi qui ai souhaité le passage à quatre opérateurs. J'ai toujours pensé que ce serait une source de problèmes. [...] Jusqu'au début de 2019, les discussions sont bloquées en attendant la fin des renouvellements des fréquences. Après cela, nous verrons. »

Martin Bouygues, le 30 août 2018

### 3°/ Quel est l'opérateur le plus défensif ? Le plus risqué ?



La société de Patrick Drahi a levé des sommes colossales pour mener à bien des acquisitions. La possible remontée des taux pourrait mettre en danger le groupe, dont le bilan reste tendu.

L'opérateur historique bénéficie de la qualité de son réseau pour attirer les clients « haut de gamme », ceux qui sont les moins sensibles au prix, et donc les mieux margés. Par ailleurs, il est en croissance grâce à l'international.



Le nouvel entrant a longtemps fait figure de grand vainqueur du match. Avant que la guerre des prix ne le rattrape aussi. Il bénéficie cependant encore de sa belle image de marque et de sa croissance hors de France.




Filiale du groupe du même nom, Bouygues Telecom est la proie la plus naturelle des trois autres opérateurs.

## Une succession bien préparée !

Une gestion minutieuse de son patrimoine suppose de bien anticiper sa succession. Quelques rappels et pistes de réflexion.

### 1° Anticiper sa succession : donner et utiliser l'assurance-vie ?

**Réaliser des donations en ligne directe : les abattements sont renouvelables tous les quinze ans !** Chaque parent peut donner, en pleine propriété, tous les quinze ans, en exonération de droits, 131 865 € à chaque enfant (abattement de 100 000 € et don manuel\* de 31 865 €) (cas d'un enfant handicapé : abattement de 159 325 € et don manuel\* de 31 865 €) ; 63 730 € à chaque petit-enfant majeur (abattement de 31 865 € et don manuel\* de 31 865 €) ; et 37 175 € à chaque arrière-petit-enfant (abattement de 5 310 € et don manuel\* de 31 865 €).

\* Soumis à certaines conditions

**Désigner des proches comme bénéficiaires de contrats d'assurance-vie !** Chaque parent peut également transmettre 152 500 € à sa descendance ou à tout proche, et ce, hors succession (à condition que les primes aient été versées avant les 70 ans de l'assuré ou à tout âge pour les contrats antérieurs au 20 novembre 1991) ; et 30 500 € à un ou plusieurs bénéficiaires (pour les primes versées après les 70 ans de l'assuré et les contrats postérieurs au 20 novembre 1991).

**Exemple concret :** Monsieur et Madame Dupont-Durand ont respectivement 69 et 68 ans. Fraîchement retraités de leur activité de pharmacien, ils souhaitent anticiper leur succession et prévoir la transmission de leur patrimoine au profit de leurs quatre enfants (dont un enfant est handicapé) et de leurs cinq petits-enfants (mineurs). Ils disposent à la fois de liquidités placées et de biens immobiliers. Ces deux parents peuvent transmettre :

#### Immédiatement :

→ **Enfants :** 1 173 570 €  
(dont sommes d'argent : 254 920 €)  
→ **Petits-enfants :** 318 650 €  
(dont sommes d'argent : 159 325 €)

#### Lors du décès (assurance-vie) :

→ **Enfants :** 1 220 000 €  
→ **Petits-enfants :** 1 525 000 €

*Hypothèse : contrat postérieur au 20/11/1991 et primes versées en 2018*



**Soit un total transmis sans fiscalité de 4 237 220 €**

#### Conseils :

1°/ Conserver la résidence principale. Nous vous rappelons qu'une donation est par nature irrévocable et qu'elle entraîne un appauvrissement définitif du donateur. La résidence principale constitue le lieu de vie de la famille, et doit constituer un bien que l'on peut échanger en tout pouvoir ou vendre en cas de besoin de liquidités.

2°/ Envisager une donation-partage. L'intérêt d'une telle donation est, comme son nom l'indique, de pouvoir partager les biens au sein du même acte, et de réaliser ainsi une succession anticipée avec transfert de propriété immédiat. Ce type de donation peut également inclure les petits-enfants : il s'agit alors d'une donation-partage transgénérationnelle.

3°/ Envisager l'assurance-vie luxembourgeoise. Considérée comme le sur-mesure de l'assurance-vie, elle offre un niveau de sécurité de premier ordre et une flexibilité dans la gestion d'actifs importante.

4°/ En présence d'un enfant handicapé. Il peut être, selon les cas, opportun de prévoir une donation résiduelle (au décès de l'enfant handicapé, le résidu de la donation sera transmis à ses frères et sœurs / neveux ou nièces), ainsi qu'une clause bénéficiaire démembrée dans le contrat d'assurance-vie ne lui octroyant que l'usufruit.

### 2° Anticiper sa succession : d'autres pistes

Outre ces deux techniques envisagées, la donation en pleine propriété et l'assurance-vie, d'autres techniques peuvent également répondre à un objectif d'anticipation successorale.

- Utiliser le démembrement de propriété

La donation avec réserve d'usufruit permet de donner tout en se conservant la jouissance du bien, objet de la donation. Ce peut être le cas de parents souhaitant transmettre à leurs enfants une résidence secondaire dont ils souhaitent se réserver la jouissance, ou encore un bien loué dont ils souhaitent continuer à percevoir les loyers. Sur le plan fiscal, cette technique est également avantageuse dans la mesure où les frais de mutation seront calculés sur la nue-propriété donnée, dont la valeur est estimée en fonction de l'âge de l'usufruitier (barème de l'article 669 du Code général des impôts). Au décès des parents donateurs, l'usufruit s'éteint au profit des enfants, qui deviennent automatiquement pleins propriétaires sans droits de mutation à acquitter en complément.

- Utiliser la société civile immobilière et de portefeuille

Les biens ayant vocation à être donnés aux enfants sont apportés à la société civile. Les parents procèdent ensuite à une donation des parts en pleine propriété ou en nue-propriété aux enfants. La forme sociétaire offre plusieurs intérêts pouvant faciliter l'harmonie de la famille : le gérant conserve les pleins pouvoirs de gestion et de disposition sur le patrimoine logé dans la société civile ; la détention du bien sous forme de parts sociales contourne le régime de l'indivision, souvent source de conflits ; et, en présence de revenus, il est possible de prévoir une distribution asymétrique entre associés.

*La fiscalité dépend de la situation personnelle de chacun et est susceptible d'évoluer dans le temps : il est recommandé de faire appel à un professionnel avant de prendre toute décision structurante pour la fiscalité de votre patrimoine.*

## Gamme de fonds Montaigne Capital

Nos OPC proposent chacun une stratégie de gestion de niche, dont la création de valeur à long terme nous paraît solide.

**MC Convictions France** est un fonds actions « multi-cap » principalement positionné 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 Zones de croissance** se positionne sur les actions des pays en croissance dans le monde. Il utilise pour cela des modèles macroéconomiques de suivi et investit ensuite dans les meilleurs fonds positionnés sur les pays choisis.

**MC Europe internationale** sélectionne les actions des champions européens qui ont relevé avec succès le défi de la mondialisation. Les valeurs en portefeuille ne sont que faiblement exposées à l'Europe.

**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. trimestre	Perf. 1 an	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	<b>-5,31 %</b> (+2,94 %)	<b>-1,74 %</b> (+5,13 %)	<b>+46,78 %</b> (+34,42 %)	<b>+78,16 %</b> (+53,73 %)
MC Zones de croissance (75 % MCSI EM / 25 % EONIA)	FR0010947119	Actions / Flexible	<b>-2,62 %</b> (-0,41 %)	<b>-1,81 %</b> (+0,80 %)	<b>+20,26 %</b> (+29,31 %)	<b>+16,29 %</b> (+32,02 %)
MC Europe internationale (MSCI EMU)	FR0010085530	Actions	<b>-1,13 %</b> (+0,43 %)	<b>+3,94 %</b> (-0,53 %)	<b>+24,27 %</b> (+25,01 %)	<b>N/A</b>
MC Modéré (EONIA + 250 bps)	FR0013064540	Diversifié	<b>-0,10 %</b> (+0,52 %)	<b>+0,22 %</b> (+2,08 %)	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>
Silver Autonomie (MSCI EMU)	FR0012403855	Actions thématiques	<b>+7,86 %</b> (+0,43 %)	<b>+15,66 %</b> (-0,53 %)	<b>+34,71 %</b> (+25,01 %)	<b>N/A</b>

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures de nos fonds, qui 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 annuels) 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.

Ce document, bâti à partir des opinions des collaborateurs de Montaigne Capital, vise à nourrir la réflexion, et doit être considéré comme étant à but informatif exclusivement. Il ne constitue pas un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit, et ne présente pas de caractère contractuel.

## Commentaire trimestriel

Le troisième trimestre 2018 a été particulièrement marqué par les événements géopolitiques suivants : poursuite de la guerre sino-américaine, incertitudes persistantes sur l'issue des négociations franco-britanniques et réticence de l'Italie à établir un budget en ligne avec les objectifs fixés par l'Union européenne.

### Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Le marché **obligataire** a été le théâtre d'une agitation sur les taux des obligations italiennes. Les taux à dix ans américains et allemands ont été particulièrement recherchés par les investisseurs comme actifs refuges.

Les marchés **actions** sont restés stables sur la période. Nous observons une divergence manifeste de niveaux de valorisation entre les valeurs « de croissance », appréciées, et les valeurs « value », délaissées. Nous demeurons particulièrement attentifs aux publications des entreprises des secteurs technologiques et du luxe, dont les niveaux de valorisation restent très élevés.

Le marché des **changes** a été marqué par de violentes attaques sur la devise turque et par un impact significatif de la guerre commerciale sur le yuan. Le dollar a été particulièrement apprécié par les investisseurs au titre de valeur refuge.

Les **matières premières** se sont globalement stabilisées sur la période. Plus particulièrement, le pétrole s'est établi au-dessus de la barre des 80 dollars, ce qui devrait profiter aux entreprises du secteur parapétrolier dans les mois à venir.

Selon nous, les thématiques ayant vocation à animer les marchés dans les prochains mois sont la réduction des liquidités du fait de la nouvelle politique des banques centrales moins accommodantes, les problématiques relatives à la guerre commerciale et les disparités de croissance économique entre les pays, de plus en plus significatives.