

DÉCEMBRE 2008



Avis d'expert

Gestion Privée Indosuez

La gestion obligataire à taux fixe : mode d'emploi et opportunités

Quelques rappels

Une obligation est un titre de créance représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une entreprise (obligations "Corporate"), une entité du secteur public ou l'État (emprunt d'État).

Le compartiment obligataire comporte plusieurs milliers d'obligations de maturités comprises entre 1 an et 50 ans. Une obligation peut être souscrite à l'émission ou en cours de vie et détenue jusqu'à sa maturité.

Une obligation est définie notamment par :

- un montant nominal, un prix d'émission, un prix de remboursement,
- un coupon qui correspond aux intérêts versés à intervalles réguliers à son porteur. Les intérêts ne sont parfois versés qu'au moment du remboursement de l'emprunt après avoir été capitalisés (emprunt à coupon zéro),
- un taux de rendement actuariel (TRA) qui représente le taux de rentabilité que l'acheteur de l'obligation obtiendrait (à l'émission ou en cours de vie) en gardant l'obligation jusqu'à son remboursement et en réinvestissant les intérêts au même taux actuariel.

Enfin, il faut toujours avoir à l'esprit que le cours d'une obligation évolue en sens inverse des taux d'intérêt.

Bien choisir ses obligations

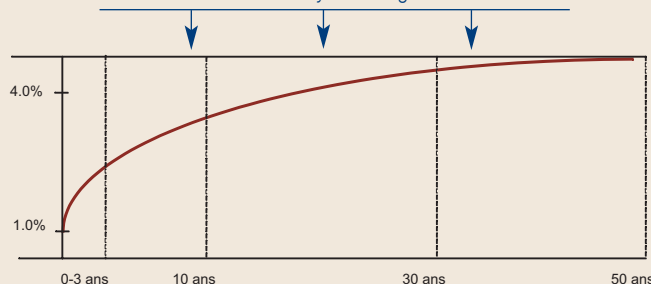
■ La courbe des taux

Pour être attractives, les obligations émises par les entreprises ou l'État sur des périodes de plus de 10 ans doivent offrir une rémunération supérieure à celle des placements court terme.

La courbe des taux décrit cette structure, en principe ascendante, des taux d'intérêt en fonction de l'échéance des obligations. Sa déformation éventuelle au cours du temps peut être liée aux anticipations de politique monétaire, à l'état de la conjoncture ou à l'inflation. Aussi, compte tenu de l'évolution anticipée de la courbe, le gérant pourra identifier les supports obligataires à privilégier.

Exemple de courbe des taux d'intérêt

Influence de l'état de la conjoncture et des anticipations inflationnistes sur le moyen et long terme



Influence des anticipations de politiques monétaires sur le court terme

Source : GFI

■ Les notations ou les "ratings"

Les agences de notation financière évaluent la qualité de signature des emprunteurs et leur attribuent une note allant de AAA à C ou D (cf tableau ci-dessous). Le score plus ou moins élevé des emprunts reflète la perception de l'agence de notation de la solvabilité de l'émetteur, ou de sa capacité à rembourser sa dette à l'échéance. Ces notations constituent donc un indicateur de risque "clé" pour les gérants obligataires qui privilégient souvent les obligations dites "investment grade" (les mieux notées). A contrario, les obligations dites "non-investment grade" comportent un niveau de risque élevé.

Une obligation dotée d'un "rating" élevé coûtera plus cher qu'une obligation de même échéance moins bien notée. Parallèlement, les obligations les mieux notées offrent un rendement inférieur à celles qui sont considérées comme plus risquées par les agences de notation. Autrement dit, plus le porteur acceptera un risque de défaut élevé, mieux il sera rémunéré.

Tableau comparatif des "ratings" des 3 principales agences de notation financière

	S&P	Moody's	Fitch
Investment grade	AAA	Aaa	AAA
	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
	BBB+	Baa1	BBB+
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
Non-investment grade	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
	CCC+	Caa1	CCC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
	CC	Ca	CC
	C	C	C
	D		D

Source : Bloomberg

■ La sensibilité

Toute obligation est caractérisée par une sensibilité à l'évolution des taux d'intérêt. En termes de gestion, cet indicateur constitue un élément important d'appréciation du risque. En effet, plus l'échéance d'une obligation est lointaine, plus sa sensibilité à l'évolution des taux d'intérêt est élevée ainsi que le risque de perte en capital pour le porteur, s'il choisit de vendre celle-ci avant l'échéance.

■ Les risques

- Risque de marché ou de perte en capital

Le prix d'une obligation évoluant en sens inverse des taux d'intérêt, toute hausse de ces derniers fait courir au porteur un

risque de perte en capital, en cas de vente de l'obligation avant l'échéance.

- Risque de contrepartie ou de crédit

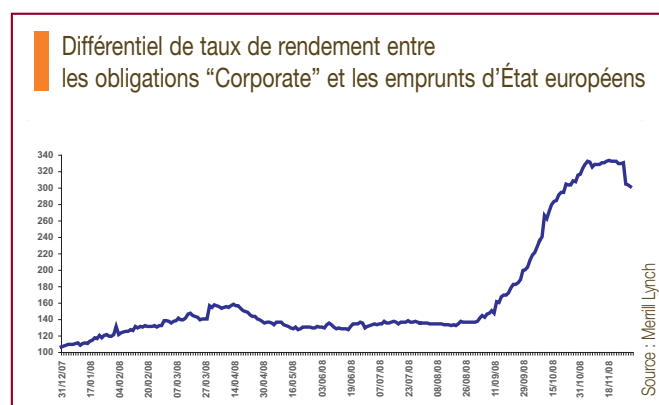
Le risque de contrepartie, ou risque de crédit, résulte de l'incapacité de l'émetteur de l'obligation d'honorer totalement ou partiellement sa dette à l'échéance.

- Risque de liquidité

Le risque de liquidité résulte du fait de ne pouvoir vendre une obligation avant son échéance compte tenu de l'absence d'acheteur.

De l'intérêt des obligations "Corporate" dans le contexte actuel

Depuis le début de la crise des crédits "subprimes" durant l'été 2007, le différentiel de rémunération des obligations émises par les entreprises par rapport à celles émises par l'État n'a cessé de s'amplifier (cf graphique).



Dans un environnement économique dégradé, caractérisé par une remontée de l'aversion au risque, cet écart illustre à la fois :

- la nécessité des entreprises émettrices de financer leur croissance dans un environnement dégradé, en offrant des taux de rendement nettement plus élevés que par le passé,
- le renforcement du rôle de "placements refuges" des obligations d'État qui s'est traduit par une forte détente de leur rendement.

En conclusion, investir sur les obligations émises par les entreprises comme vecteur de diversification de son portefeuille paraît aujourd'hui opportun, à condition de pouvoir conserver les titres jusqu'à leur échéance pour s'assurer un rendement pré-défini. En effet, le contexte actuel sur les marchés "Corporate" permet de profiter de rentabilités élevées par rapport à celles des emprunts d'État et de bénéficier d'une volatilité plus faible que celle des marchés actions.

Cet article a été rédigé exclusivement à titre d'information. Afin d'obtenir une recommandation personnalisée, vous êtes invité à vous rapprocher de votre Conseiller.

GPI TV

un rendez-vous d'informations à ne pas manquer

- Tous les mois, Gestion Privée Indosuez analyse pour vous l'information économique et financière.
- Des spécialistes vous accompagnent ainsi au mieux dans vos réflexions et vous aident à comprendre les grands mouvements de marchés. En alternance, vous avez accès à une vidéo de Gestion Privée Indosuez, ou du Département des Études Économiques de Crédit Agricole S.A..
- Retrouvez leurs messages et suivez leurs analyses en continu : connectez-vous sur le site Internet www.bpgi.com, et sur la page d'accueil, cliquez sur l'image "GPI TV".

PARAPHE : un nouveau contrat d'assurance vie au niveau de protection élevé

Banque de Gestion Privée Indosuez a le plaisir de vous présenter un nouveau contrat d'assurance vie. Créé en partenariat avec CALI Europe, la filiale d'assurance vie luxembourgeoise du Groupe Crédit Agricole, PARAPHE est un contrat individuel d'assurance vie libellé en euros et en unités de compte.

Ce contrat vous permet de bénéficier des règles prudentielles luxembourgeoises, qui assurent une protection particulièrement élevée des investisseurs, et vous offre un large choix d'investissement.

Un assureur de premier plan

CALI Europe bénéficie de la solidité financière de son actionnaire, Crédit Agricole S.A.. Celui-ci est noté AA- (S&P) et AA1 (Moody's).

Un contrat conçu pour répondre à vos exigences de qualité et d'expertise

Le contrat PARAPHE, accessible à partir de 300 000 euros, met à votre disposition trois catégories de supports d'investissement :

- un support personnalisé en unités de compte, si vous souhaitez déléguer la gestion de tout ou partie de votre capital,
- une gamme étendue de supports financiers multi-gestionnaires sur lesquels vous pouvez répartir librement votre capital,
- la sécurité d'un fonds en euros.

Une gestion financière sur mesure

Vous souhaitez une gestion sur mesure adaptée à l'évolution de votre situation personnelle, de l'environnement économique et financier et profiter des opportunités de marchés ? Investissez dans le support personnalisé en unités de compte, à partir de 300 000 euros.

La gestion du capital investi dans ce support est confiée à notre société de gestion, Gestion Privée Indosuez (GPI).

Vous choisissez une stratégie de gestion en adéquation avec la structure de votre patrimoine financier et vos objectifs :

- Profil Prudent : investissement en actions inférieur à 30 %.
Dans ce profil vous pouvez également, sous certaines conditions, choisir une gestion composée uniquement de produits de taux. Cette gestion peut vous permettre, si les conditions de marchés sont favorables, d'améliorer sur une durée déterminée, votre rendement par rapport au fonds en euros.
- Profil Équilibre : investissement en actions inférieur à 50 %.
- Profil Croissance : investissement en actions inférieur à 70 %.
- Profil Dynamique : investissement en actions inférieur à 100 %.

Vous définissez, avec votre Conseiller, la gestion que vous souhaitez, soit en titres vifs et/ou OPCVM, soit uniquement en OPCVM. Si vous le jugez opportun, vous pouvez modifier à tout moment l'orientation de gestion choisie.

Une large gamme de supports en gestion libre

Le contrat PARAPHE vous permet également de répartir librement votre investissement sur une **gamme étendue de supports financiers** investis sur les différentes classes d'actifs (actions, obligations, monétaires...) et zones géographiques (Europe, Amérique du Nord, Japon, marchés émergents...).

La **multigestion** vous offre une sélection d'OPCVM de grande qualité. Pour ce faire, nous faisons appel aux compétences diversifiées des sociétés de gestion du Groupe Crédit Agricole (CAAM, CPR Asset Management...) ainsi qu'aux expertises complémentaires de gestionnaires de renommée internationale (DNCA, Fidelity, JP Morgan...).

Si vous optez pour les supports libellés en unités de compte, votre capital est investi dans des instruments financiers susceptibles de connaître les évolutions et les aléas des marchés et court donc un risque de perte.

Les règles prudentielles luxembourgeoises, modèle de référence pour nombre de pays, assurent l'une des meilleures protections des investisseurs au monde

■ Principe de provisions techniques

Les assureurs comptabilisent les engagements contractés à l'égard de leurs clients au passif de leur bilan sous forme de provisions techniques. La réglementation luxembourgeoise indique par ailleurs que les provisions techniques doivent être représentées par des actifs équivalents en quantité et sélectionnés en qualité.

■ Séparation des actifs : notion de patrimoine distinct

Ces actifs représentatifs des provisions techniques correspondent aux engagements que l'entreprise d'assurances a contractés envers ses clients.

Spécificité notable, la réglementation luxembourgeoise impose que les avoirs des souscripteurs ("patrimoine réglementé") soient de façon comptable totalement séparés des actifs appartenant à la compagnie ("patrimoine libre").

■ Dépôt des actifs mobiliers représentatifs

Dans ce même souci de garantir aux souscripteurs une protection maximale, la réglementation impose, pour le dépôt des actifs représentatifs, la rédaction d'une convention de dépôt spécifique entre la compagnie et la banque dépositaire.

Cette convention, soumise à l'approbation du Commissariat aux Assurances (CAA), est communément appelée convention tripartite. Elle rappelle que les dépôts opérés au titre des actifs représentatifs doivent être nettement séparés des autres engagements et avoirs de l'entreprise auprès du même établissement, autrement dit, logés sur des comptes bancaires distincts.

Les compagnies d'assurances ont l'obligation de déclarer en temps réel l'ensemble des actifs venant en représentation des provisions techniques (donc des avoirs des souscripteurs) par inscription desdits actifs sur le "registre" spécifique.

Pour quelque raison que ce soit, et notamment s'il juge la situation financière de la Compagnie impropre à la continuation de son activité, le CAA se réserve le droit de saisir ce registre à tout instant, dans le but de bloquer instantanément les avoirs déclarés correspondant aux avoirs des souscripteurs des contrats d'assurance.

La banque dépositaire s'engage quant à elle à donner sans délai une suite favorable à toute décision de blocage émanant du CAA et ne pourra dès lors procéder à aucune opération sur les actifs, sans l'autorisation préalable du CAA.

■ Privilège spécial

Dans le cas extrême où, à la suite d'événements graves, le patrimoine réglementé ne suffirait pas à honorer les engagements de l'assureur pris à l'égard de ses clients, ceux-ci sont détenteurs d'une créance particulièrement protégée. Un tel cas de défaillance d'une compagnie d'assurances ne s'est encore jamais présenté au Luxembourg.

En qualité de souscripteurs d'une compagnie d'assurances luxembourgeoise, ils bénéficient en effet :

- sur le patrimoine réglementé, d'un privilège primant sur tous les autres créanciers, quels qu'ils soient, et
- sur le patrimoine libre de la compagnie d'assurances, d'un privilège qui ne cède que devant les salariés, le Trésor et les organismes de Sécurité sociale.

L'assurance vie : une fiscalité avantageuse et une transmission optimisée

Le contrat PARAPHE bénéficie de la fiscalité avantageuse des contrats d'assurance vie, en particulier après le 8^e anniversaire du contrat.

De plus, en cas de décès, le capital versé aux bénéficiaires est exonéré de droits de succession, sous certaines conditions.

Votre Conseiller se tient à votre disposition pour vous communiquer toutes les informations complémentaires que vous souhaiteriez obtenir et étudier avec vous l'opportunité d'un tel investissement.



	VALORISATION	SUR 4 SEMAINES*	ANNÉE 2008	ANNÉE 2007
INDICES ACTIONS				
> CAC 40	3 262,68	-6,43 %	-41,88 %	1,31 %
> CAC MID 100	4 419,17	-7,02 %	-42,25 %	-1,91 %
> DJ EURO STOXX 50	2 430,32	-6,23 %	-44,76 %	6,79 %
> TOPIX	6,91	-0,58 %	-23,56 %	-15,51 %
> S&P 500	706,30	-7,55 %	-29,68 %	-6,62 %
INDICE OBLIGATAIRE				
> EURO MTS GLOBAL	156,26	3,14 %	7,97 %	1,66 %
INDICE MONÉTAIRE				
> EONIA	2,97 %	0,25 %	3,43 %	4,01 %

Les nouveautés fiscales contenues dans la loi de modernisation de l'économie (*partie II*)

Après les nouvelles mesures relatives au patrimoine votées dans le cadre de la loi de modernisation de l'économie (LME) et présentées le mois dernier, nous évoquons aujourd'hui les dispositions⁽¹⁾ concernant les petites entreprises.

■ Relèvement des seuils d'application du régime des micro-entreprises

Le régime des micro-entreprises est le régime de droit commun des contribuables ne dépassant pas un montant de recettes fixé par la loi. Dans ce régime, les bénéfices sont calculés de manière forfaitaire (avant prise en compte des plus ou moins-values provenant de la cession de biens affectés à l'exploitation qui sont imposées de manière distincte) par application au chiffre d'affaires d'un abattement forfaitaire réputé tenir compte de toutes les charges. Son taux est de 71 % pour les activités de ventes et de fourniture de logement, et de 50 % pour les prestations de services autres que le logement.

À compter des revenus de 2009, le seuil des régimes des micro-entreprises est modifié : ils seront applicables aux entreprises dont le chiffre d'affaires ou les recettes annuelles n'excèdent pas 80 000 euros pour les activités de vente (contre 76 300 euros jusqu'en 2008) et 32 000 euros pour les prestations de services (contre 27 000 euros jusqu'en 2008). Ces seuils seront en outre actualisés chaque année à compter du 1^{er} janvier 2010.

■ Nouveau régime de versement fiscal libératoire optionnel pour les micro-entreprises

Les contribuables relevant du régime micro-BIC ou micro-BNC pourront opter pour un versement libératoire de l'impôt sur le revenu, mensuel ou trimestriel, sous réserve que le montant des revenus du foyer fiscal n'excède pas certaines limites. Ce versement, applicable à compter du 1^{er} janvier 2009, sera calculé en appliquant au montant du chiffre d'affaires ou des recettes un taux fixé à :

- 1 % pour les activités de vente ou de fourniture de logement ;
- 1,7 % pour les autres prestations de services ;
- 2,2 % pour les contribuables soumis au régime micro-BNC.

Ce nouveau régime d'imposition n'est possible qu'à condition d'opter également pour le régime micro-social⁽²⁾.

■ Option possible de certaines sociétés IS pour le régime des sociétés de personnes

Les SA, SAS et SARL non cotées sur un marché réglementé et de petite taille, créées depuis moins de 5 ans sont désormais autorisées sous certaines conditions⁽³⁾ à opter pour le régime fiscal des sociétés de personnes pour les exercices ouverts à compter du 5 août 2008.

Une telle option valable 5 ans et non prorogable autorise les associés personnes physiques, participant personnellement à l'activité de la société de manière continue et régulière, à imputer sur leur revenu global leur quote-part du déficit éventuel. En cas d'exercice bénéficiaire, chaque associé de la société concernée devra payer l'impôt en fonction de son propre régime fiscal, que les bénéfices de la société soient distribués ou non.

■ Réduction d'impôt au titre des intérêts des emprunts contractés pour la reprise d'une PME non cotée soumise à l'IS

Outre des modifications des conditions requises⁽⁴⁾ et une limitation aux emprunts contractés jusqu'au 31 décembre 2011, l'avantage fiscal est doublé pour les intérêts payés à compter du 1^{er} janvier 2008 : la réduction d'impôt égale à 25 % de tout ou partie des intérêts payés peut désormais atteindre 5 000 euros ou 10 000 euros selon la situation de famille.

■ Cession d'entreprise à un proche du cédant ou aux salariés

Un abattement de 300 000 euros est désormais appliqué, sous certaines conditions, sur l'assiette des droits d'enregistrement dus sur les cessions en pleine propriété consenties aux salariés ou à un proche du cédant :

- de fonds de commerce, de fonds artisanaux, de fonds agricoles ou de clientèles d'une entreprise individuelle,
- de parts ou actions d'une société dont une fraction de la valeur représente un fonds ou une clientèle

L'entreprise ou la société dont le fonds ou les titres sont cédés doit exercer une activité commerciale, industrielle, artisanale, libérale ou agricole.

Les acquéreurs sont tenus de poursuivre pendant 5 ans à compter de la vente l'exploitation du fonds (ou de la clientèle) cédé ou l'activité de la société dont les parts sont cédées, à titre d'activité professionnelle unique et de manière effective et continue. L'un d'eux doit assurer, pendant la même période, la direction effective de l'entreprise.

(1) Il est précisé que l'administration fiscale n'a pas encore commenté ces nouvelles dispositions, dont l'application, pour bon nombre d'entre elles, doit d'ailleurs être précisée par les décrets à paraître.

(2) Il s'agit d'un dispositif optionnel pour les travailleurs indépendants de versement forfaitaire, mensuel ou trimestriel, des cotisations et contributions sociales, calculé par application d'un pourcentage au chiffre d'affaires.

(3) Notamment le capital et les droits de vote doivent être détenus, de manière continue, pour 50 % au moins par des personnes physiques et pour 34 % au moins par des dirigeants. Pour l'appréciation de ces seuils il n'est pas tenu compte des participations détenues par des véhicules d'investissement n'ayant pas de lien de dépendance avec la société concernée.

(4) Notamment, pour les emprunts contractés à compter du 28 avril 2008, la société concernée doit avoir un caractère opérationnel, condition qui n'était pas exigée auparavant.

Fonds de dotation : créer sa propre "fondation" privée devient possible

Créé par l'article 140 de la loi du 4 août 2008 (loi de modernisation de l'économie dite LME), le fonds de dotation est un nouvel outil de mécénat qui devrait susciter un grand intérêt en raison de sa simplicité.

Le principe

Inspiré de la pratique anglo-saxonne des "Endowment Funds", il est défini par la loi comme "une personne morale de droit privé à but non lucratif qui reçoit et gère, en les capitalisant, des biens et droits de toute nature qui lui sont apportés à titre gratuit et irrévocable". Le fonds de dotation utilise, pour la réalisation d'une mission d'intérêt général, les revenus de la capitalisation des biens qu'il a reçus. Il peut aussi distribuer ces revenus à une autre personne morale à but non lucratif pour l'aider à réaliser son oeuvre d'intérêt général.

Les formalités

Le fonds de dotation peut être créé, même par une personne physique (ou morale) unique, par une simple déclaration en préfecture. Sa durée est déterminée ou indéterminée et il n'y a pas d'obligation de dotation initiale.

Le régime fiscal

Comme l'a indiqué Christine Lagarde, Ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi lors d'un colloque récent sur le sujet, si leur structure est différente, le régime fiscal des fonds de dotation est le même que pour les fondations. Ils sont dotés d'une structure de gouvernance souple qui permettra à leur(s) fondateur(s) d'en conserver le contrôle.

Ils disposent d'une pleine capacité juridique et peuvent accepter sans restriction toutes les libéralités. La règle posée par l'article 910

du Code civil permettant au préfet de s'opposer à une libéralité consentie à un organisme sans but lucratif ne leur est pas applicable. Les entreprises et les personnes physiques donatrices bénéficieront ainsi des incitations fiscales relatives au mécénat. Leurs dons aux fonds de dotation ouvriront droit à réduction d'impôt.

Les fondateurs

Selon le propos de la Ministre, un fonds de dotation pourra être créé par exemple tant par un particulier pour financer une bibliothèque dans une petite municipalité que par une multinationale pour construire des réseaux d'eau potable en Afrique.

Les contrôles

Si la création du fonds de dotation est très simple et son fonctionnement souple, des gardes-fous sont mis en place.

Ces fonds seront contrôlés a posteriori. Ils ne pourront investir qu'à partir d'une liste de placements éligibles et devront être dotés d'un commissaire aux comptes dès que le montant des ressources atteint le seuil de 10 000 euros. Ce dernier devra certifier les comptes annuels et engager une procédure d'alerte en cas d'anomalie.

Les premiers fonds de dotation pourront être mis en place dès la parution des décrets d'application, attendus avant la fin de l'année 2008.

Augmentation des prélèvements sociaux

La loi généralisant le revenu de solidarité active a institué une contribution additionnelle de 1,1 % qui porte le total des prélèvements sociaux de 11 % à 12,1 %, pour ceux recouverts à compter du 1^{er} janvier 2009.

Sont concernés par ce nouveau taux, notamment :

- les intérêts et dividendes perçus à compter du 1^{er} janvier 2009 ;
- les revenus fonciers et les plus-values mobilières et professionnelles de 2008.

Ce document ne constitue en aucun cas une offre de souscription à un contrat d'assurance vie, ni une offre ou une sollicitation, ni un acte de démarchage visant à acquérir des parts d'OPCVM. Il est recommandé de lire attentivement le prospectus avant toute souscription d'OPCVM. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures et la valeur d'un investissement peut varier à la hausse comme à la baisse en fonction notamment de l'évolution des marchés financiers.

PRÉCISIONS

Nous tenons à préciser les noms des rédacteurs de l'article sur le Brésil paru dans le précédent numéro de "Performances". Il s'agit de :



Jean-Louis Martin,
Responsable Pays Émergents,
Études Économiques,
Crédit Agricole S.A.



Vladimir Vale,
Stratégiste-économiste,
Sao Paulo,
Crédit Agricole Brésil DTVM

BANQUE DE GESTION PRIVÉE INDOSUEZ

20, rue de La Baume
75382 Paris Cedex 08 - France
572 171 635 RCS Paris
Société anonyme au capital de 82 949 490 euros
Tél : 01 40 75 62 62 - Fax : 01 45 63 85 20
www.bgpi.com

LETTRÉ D'INFORMATION ÉDITÉE PAR BGPI

- **Achévé de rédiger** : 4 décembre 2008
- **Directeur de publication** : Hervé Catala
- **Rédacteur en chef** : Nathalie Delecroix • **Chargée d'édition** : Céline Hervé-Garnier
- **Rédacteurs** : l'équipe taux de GPI (Avis d'expert), Mélanie Gontier (Focus), Philippe Duroyon (Actualité fiscale).