

# les cahiers

DE LA BANQUE  
DE LUXEMBOURG



# GÉRER

*Patrimoine, actifs, réputation, etc.*



✦ Damien Petit,  
Responsable Portfolio Management

*“Confier la gestion de son patrimoine à un spécialiste permet de se concentrer sur ses projets en toute sérénité.”*

Avec Damien, nous préservons vos intérêts avant tout. Notre Maison cultive depuis près d'un siècle, un savoir-faire unique. Une exigence et une attention de tous les instants. Un engagement à vos côtés à chaque étape de votre vie. À la Banque de Luxembourg, nous sommes là pour vous. Tout le temps et pour longtemps.

Pour en savoir plus, contactez-nous au 48 14 14 ou sur [www.banquedeluxembourg.com](http://www.banquedeluxembourg.com)

- Conseil en placements
- Préservation, valorisation et transmission du patrimoine
- Solutions de financement



# É D I T O



**Pierre Ahlborn**  
*Administrateur délégué de la  
Banque de Luxembourg*

Notre premier *Cahier thématique* posait un regard différent, plus large, sur le Luxembourg, ce pays aux multiples facettes qui nous offre le cadre de notre développement. Dans les pages de ce deuxième numéro, nous avons souhaité vous faire découvrir l'univers de la gestion : un métier que notre Maison pratique avec dévouement et passion depuis près d'un siècle. L'approche de gestion de la Banque de Luxembourg a toujours été pragmatique et responsable. Nous nous tenons à l'écart des effets de mode. En toutes circonstances, nous faisons le choix de la prudence et de la transparence, en réponse à la complexité grandissante du monde financier. Les avoirs de nos clients sont gérés en « bon père de famille », une expression sur laquelle revient le sociologue François de Singly en page 10 de ce *Cahier*. Notre méthodologie d'investissement repose sur des principes simples et privilégie la régularité des performances dans la durée. Vous en découvrirez les grandes orientations dans un entretien avec Guy Wagner, notre Chief Investment Officer (page 39). Les enseignements de Warren Buffett, lui aussi à contre-courant des modes et adepte de la simplicité, sont

de ce fait une source d'inspiration pour nos équipes d'analystes. Un portrait lui est consacré en page 27.

Savoir prendre du recul par rapport aux tendances en matière d'investissement est loin d'être chose aisée. C'est pourquoi nous nous intéressons également à la finance comportementale (page 32), cette discipline récente qui remet en cause le postulat de la rationalité des investisseurs, pour comprendre les attitudes irrationnelles observées sur les marchés financiers et mieux les anticiper. La gestion ne se résume cependant pas à la seule gestion des avoirs financiers. Au-delà de la dimension matérielle d'un patrimoine, la Banque de Luxembourg a de tout temps attaché une importance toute particulière à sa dimension immatérielle (page 22) : l'histoire, les valeurs, la réputation ou encore les savoir-faire, qui, souvent, sont à l'origine de la réussite d'une famille ou d'une entreprise.

Notre *Cahier* s'achève sur un article consacré à la gestion d'un bien tout aussi précieux : le temps (page 56). Retrouver le temps de vivre, de prendre du recul, de comprendre le monde, pour mieux se projeter dans l'avenir, c'est aussi ça, « gérer ». **Je vous souhaite une bonne lecture.**

# Sommaire /

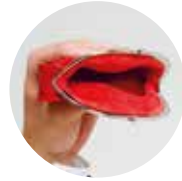


6

## La Théorie moderne du portefeuille : toujours moderne ?

Par Kim Oosterlinck et Hugues Pirotte

Proposée en 1952 par Harry Markowitz, la Théorie moderne du portefeuille a fondamentalement changé la façon d'appréhender la pratique de la gestion de portefeuille.



9

## Mon portefeuille, ma vie, mon œuvre...

Par Valérie Desprets

Mot « fourre-tout » pour désigner un objet qui ne l'est pas moins, le portefeuille nous permet de conserver près de nous une multitude de « petits trésors » qui représentent autant de moments de vie.



10

## La mort du « bon père de famille »

Par François de Singly

225 ans après l'abolition des privilèges, le 4 août 1789, la promulgation de la loi sur « l'égalité réelle entre les femmes et les hommes », le 4 août 2014, vient notamment supprimer, dans le droit français, l'usage de l'expression « en bon père de famille ».



13

## Je gère

Par Valérie Desprets

« Je gère... » est une parole magique censée apaiser notre interlocuteur, rassuré par notre « contrôle » de la situation. Mais d'où nous vient ce tic de langage ?



14

## Comment gérer le bien commun ?

Par Geoffroy Lauwau

Si l'impression d'un bien commun en déshérence s'impose, les signes de renouveau d'une société en quête de sociabilité prêtent à l'optimisme quant à notre capacité collective à gérer le bien commun.

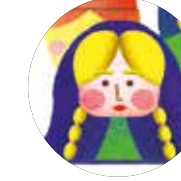


18

## Gérer l'avenir de notre planète, c'est agir aujourd'hui

Par Stéphanie Livingstone

Face aux défis imposés par le changement climatique, comment éviter l'ingérable et gérer l'inévitable ? Huit chiffres pour décrypter ses causes et ses impacts.



22

## Quand l'immatériel donne un sens au matériel...

Rencontre avec Philippe Depoorter

Un patrimoine ne se résume pas à une liste de biens matériels ou à une simple somme d'argent. Derrière ce qui se mesure se cache une dimension immatérielle, qui lui confère toute sa valeur.



27

## Warren Buffett

Par Valérie Desprets

Portrait de Warren Buffett, un homme pas comme les autres. À la tête de la troisième fortune mondiale, il continue de prôner la simplicité et l'intégrité, et n'hésite pas à réclamer une plus grande équité fiscale.



32

## Investir... source de joies et de peines

Par Herman Brodie

Nouvelle discipline scientifique, la finance comportementale apporte un éclairage sur le décalage entre théorie et pratique en matière de prise de décisions financières.



36

## La machine, cet assistant imparfait

Par Herman Brodie

Naturellement réfractaire au risque, l'être humain ne disposerait pas des qualités nécessaires pour être un bon investisseur. Face à ce constat, l'idée de laisser les machines investir à sa place prend forme.



38

## Une simplicité à contre-courant

Rencontre avec Guy Wagner

À rebours du secteur de la gestion tenté par le conformisme, les équipes de Banque de Luxembourg Investment préfèrent sortir des sentiers battus et appliquer une méthodologie sobre qui a fait ses preuves.



42

## Le grand voyageur et son banquier privé

Par Donovan Hawker

Les évolutions du Grand-Duché et du private banking vues au travers du regard d'un voyageur qui s'est absenté pendant 20 ans.



46

## Absolute Return

Par Philippe Ferreira,

Présentation des principales stratégies de la gestion « absolute return » adoptée de longue date par les investisseurs institutionnels mais qui reste méconnue des investisseurs privés.



48

## Mieux comprendre le private equity

Rencontre avec Jérémie Deleccourt

Le private equity s'est imposé comme un acteur primordial du financement des entreprises non cotées en permettant leur financement, leur développement, leur transformation et leur expansion.



52

## Impact investing

Rencontre avec Olivier de Guerre

En l'absence d'une méthodologie reconnue pour mesurer leur efficacité, les fonds d'impact investing doivent-ils être considérés comme une démarche d'investissement socialement responsable ou comme un argument marketing ?



56

## Éloge de la lenteur

Par Valérie Desprets

Ralentir, débrancher, savourer, flâner, rêver, tels sont les nouveaux mots d'ordre des citoyens stressés qui se répandent sur tous les continents.

# LA THÉORIE MODERNE DU PORTEFEUILLE : TOUJOURS MODERNE ?



**Kim Oosterlinck**  
*Université libre de Bruxelles,  
Solvay Brussels School of  
Economics and Management*



**Hugues Pirotte**  
*Université libre de Bruxelles,  
Solvay Brussels School of  
Economics and Management*

**L**a détermination des actifs à inclure dans un portefeuille constitue l'une des principales décisions à prendre par les gestionnaires. L'importance de la diversification était déjà bien comprise au XVIII<sup>e</sup> siècle. Certains des premiers fonds de placement s'engageaient, en effet, à investir dans des actifs garantissant une diversification tant sectorielle que géographique. Même si certaines idées de base liées à la gestion de portefeuille étaient déjà appliquées par les praticiens, il faudra attendre le XX<sup>e</sup> siècle pour que celles-ci soient formalisées de manière plus rigoureuse. C'est dans ce contexte que s'inscrivent les travaux fondés sur la théorie du portefeuille.

## DE LA THÉORIE MODERNE DU PORTEFEUILLE AU MODÈLE D'ÉVALUATION D'ACTIFS FINANCIERS

La Théorie moderne du portefeuille telle que proposée par Harry Markowitz (1952) représente une véritable révolution en termes d'approche de l'investissement. La théorie de Markowitz est fortement marquée par ses travaux en recherche opérationnelle. L'idée centrale réside dans l'hypothèse que les investisseurs sont averses au risque et qu'ils se soucient uniquement de deux éléments lorsqu'ils investissent : la rentabilité moyenne attendue de leur portefeuille et son risque (mesuré dans l'approche de Markowitz par la variance des rentabilités, dénotée  $\sigma^2$ ). Sous ces hypothèses, Markowitz inscrit le dilemme auquel sont confrontés les investisseurs, qui doivent mettre en perspective un « meilleur » rendement moyen

contre un risque attendu éventuellement plus élevé, dans une optimisation « coût-bénéfice ». Les investisseurs se voient donc proposer une courbe qui leur montre les meilleures combinaisons suivant le risque qu'ils veulent bien accepter. Un portefeuille sera considéré comme efficient si, à risque donné (à variance donnée), il maximise la rentabilité attendue et si, à rentabilité attendue donnée, il minimise le risque (la variance). Cette approche, souvent qualifiée de « moyenne-variance » est révolutionnaire, car elle met en évidence l'existence de portefeuilles non-efficients mais aussi parce qu'elle propose une première grille d'analyse des portefeuilles.

Sur base des travaux de Markowitz, Tobin (1958) a montré que l'investissement pouvait, sous certaines conditions, se faire en

deux temps : dans un premier temps, le choix des actifs à inclure dans le portefeuille est déterminé, suivi, dans un second temps, par le poids respectif de ces titres dans le portefeuille. Les développements ultérieurs effectués par Lintner (1963) et Sharpe (1963, 1964) déboucheront sur un modèle théorique, le Modèle d'évaluation d'actifs financiers (MEDAF), qui permettra de mieux cerner les actifs à inclure dans le portefeuille.

Le MEDAF constitue encore, de nos jours, l'une des principales références pour l'évaluation des actions. Ce modèle requiert deux hypothèses additionnelles par rapport à celles mises en avant par Markowitz :

- ♦ l'existence d'un actif sans risque (dont la variance des rendements est donc nulle) et donc d'un taux d'intérêt sans risque auquel tous les acteurs du marché peuvent prêter ou emprunter, d'une part, et
- ♦ l'homogénéité des anticipations des investisseurs, d'autre part.

Dans ces conditions, il est possible de montrer que les investisseurs rationnels vont tous investir dans une combinaison de deux actifs : l'actif sans risque et le portefeuille de marché, dont la valeur est en accord avec l'offre et la demande de titres sur le marché.

Leur aversion au risque n'interviendra, dès lors, que dans la proportion investie dans chacun des deux actifs, l'actif sans risque et le portefeuille de marché, ce dernier étant en conséquence le même pour tout le monde. Ces résultats plaident en faveur d'une gestion passive : l'investisseur rationnel fixerait ses proportions entre l'actif sans risque et le portefeuille de marché puis ne varierait plus sa composition. →

**« Le Modèle d'évaluation d'actifs financiers (MEDAF) permet de mieux cerner les actifs à inclure dans le portefeuille. »**

**«La Théorie moderne du portefeuille proposée par Harry Markowitz (1952) a fondamentalement changé la façon d'appréhender la gestion de portefeuille.»**

Par ailleurs, la rentabilité attendue d'un titre sera égale au taux sans risque, auquel il convient d'ajouter une prime de risque égale au  $\beta$  du titre<sup>2</sup> fois la prime de risque du marché. Mathématiquement, le CAPM se formule donc comme suit :

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

$E(r_i)$  représentant la rentabilité attendue du titre,  $i$ ,  $r_f$  la rentabilité de l'actif sans risque,  $\beta_i$  le  $\beta$  du titre  $i$  et  $E(r_m)$  la rentabilité attendue du portefeuille de marché.

**ÉVALUATION EMPIRIQUE DE CES MODÈLES**

Bien que théoriquement séduisants, les deux modèles présentés précédemment ont fait l'objet de nombreuses critiques. La Théorie moderne du portefeuille a, ainsi, été critiquée parce que la variance traite de manière similaire les changements à la hausse et à la baisse. Pour illustrer cet élément, penchons-nous sur l'exemple suivant : imaginons que l'on puisse investir 1000 euros dans deux titres. Tous les deux ont 50 % de chances de valoir 1100 euros après un an en cas de récession pour le premier ; il y a, de plus, 50 % de chances qu'il monte à 1 200 euros, pour le second, à 2 000 euros en cas de croissance économique. Le second actif domine clairement le premier, car les montants qu'il rapporte sont supérieures au premier dans tous les États du monde (récession ou croissance). Il devrait donc naturellement être préféré. La Théorie moderne du portefeuille ne tire, cependant, pas de conclusion aussi marquée. Le premier actif a une rentabi-

lité attendue de 15 % pour une variance de 0,25 %, le second de 55 % pour une variance de 20,25 %. Sur la base de ces chiffres, la Théorie moderne du portefeuille considère que le choix devra se faire en fonction de l'aversion au risque de l'investisseur et ce, malgré le fait que le second actif soit dans tous les cas plus intéressant.

Le MEDAF a lui aussi été fortement critiqué. Empiriquement, les preuves de sa validité sont limitées. L'existence d'un actif sans risque, une des hypothèses de base du MEDAF, a été fortement remise en cause par la crise de 2007-2008. La définition du portefeuille de marché est elle aussi difficile à déterminer. Théoriquement, ce portefeuille de marché devrait inclure tous les actifs possibles, tangibles et intangibles. Le flou lié à cette définition a amené Roll (1977) à conclure que le MEDAF n'était pas testable empiriquement ! En pratique, le plus souvent, on utilise comme approximation un portefeuille diversifié d'actions (en omettant un nombre important de classes d'actifs comme, par exemple, les obligations). Le modèle ne donne aucune indication sur la période optimale sur laquelle estimer les  $\beta$  des titres. En conséquence, il existe une énorme variabilité, dans la pratique, quant à l'estimation du  $\beta$ , de la prime de risque du marché ( $E(r_m) - r_f$ ), de la valeur de  $r_f$ . Ces différences remettent évidemment en cause l'hypothèse d'homogénéité des anticipations des investisseurs. Par ailleurs, le MEDAF considère que la rentabilité attendue d'un titre est déterminée uniquement par son  $\beta$  mais plusieurs études empiriques ont montré l'importance d'autres facteurs.

Depuis, de nombreux modèles ont été proposés pour tenir en compte d'autres effets. De manière plus générale, l'hypothèse suivant laquelle les investisseurs agissent toujours de manière rationnelle a été fortement remise en cause par des travaux liés à la finance comportementale. La critique de cette hypothèse n'est pas spécifique aux modèles présentés ci-dessus mais peut évidemment s'appliquer à ceux-ci. La littérature défendant la gestion passive a essayé de montrer que la gestion dite « active » (à travers la croyance que certains savent mieux choisir et quand choisir que la moyenne) ne permettait pas de générer des rendements anormaux de manière systématique, c'est-à-dire au-delà de ce que les modèles à facteurs pouvaient expliquer. Force a été de constater, néanmoins, que dans certains cas, des anomalies de marché pouvaient subsister. Une anomalie est, ainsi, un rendement anormal et systématique obtenu par une stratégie systématique ne demandant aucun choix dit « expert » mais consistant simplement à la reproduire, sans aucune incertitude résiduelle sur ses paramètres.

**CONCLUSION**

La Théorie moderne du portefeuille proposée par Harry Markowitz (1952) a fondamentalement changé la façon d'appréhender la gestion de portefeuille. Auparavant, l'attention se focalisait essentiellement sur la rentabilité. Markowitz a mis en avant les limites de cette approche, qui ne tenait nullement compte du risque. Son cadre d'analyse (moyenne-variance) a été à la base du Modèle d'évaluation d'actifs financiers, le modèle le plus utilisé, en pratique, de nos jours. Les tests empiriques sur la validité du MEDAF ont été peu concluants. Ce modèle a, néanmoins, eu l'avantage de mettre en évidence l'importance de la contribution individuelle des titres au risque global d'un portefeuille. ■

<sup>1)</sup> Plus connu sous son nom d'origine Capital Asset Pricing Model et son acronyme (CAPM).

<sup>2)</sup> Le facteur  $\sigma$  est une mesure du risque du titre qui représente la contribution du titre au risque global du portefeuille. Formellement,  $\beta_i = \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2}$  avec  $\sigma_{i,m}$  représentant la covariance du titre  $i$  avec le portefeuille de marché et  $\sigma_m^2$  la variance du portefeuille de marché.

MON  
PORTEFEUILLE,  
MA VIE,  
MON ŒUVRE

...

La langue française, pourtant si riche en vocabulaire, se trouve ici bien démunie. Un seul mot, ou plutôt une universion (composée du verbe porter et de feuille) pour dire « porte-documents », mais aussi « pochette, le plus souvent de cuir, munie de compartiments pour ranger monnaie et billets de banque », ou encore « titre et fonction de ministre », « collection de dessins d'artiste » et, enfin, « ensemble des valeurs mobilières possédées ». Un seul mot, donc, là où l'anglais (folder, briefcase, portfolio...) ou l'allemand (Mappe, Umschlag, Aktentasche, Brieftasche, Portfolio...) en proposent une foultitude...

Mais est-ce vraiment là une indigence linguistique ou au contraire un choix assumé de la « langue de la diplomatie » ? N'est-ce pas, somme toute, une jolie pirouette que de ne conserver qu'un mot « fourre-tout » pour désigner un objet qui ne l'est pas moins, tant il peut contenir tout ce que nous avons de plus précieux ? Car à considérer la chose de plus près, il s'agit toujours d'y ranger des choses de valeur, mais de valeur toute personnelle ! Dans le cas du fameux objet à poches multiples, rangé dans nos sacs ou porté sur le cœur, on y trouvera un peu de tout ce qui compte pour nous, c'est-à-dire, souvent, un peu de n'importe quoi : de l'argent, bien sûr, sous forme de billets de banque ou de cartes de crédit, mais finalement de moindre importance au regard des « petits trésors » que l'on y conserve soigneusement, parfois de longues années durant : car au milieu de toutes sortes de cartes, bancaires, d'identité, d'électeur, de santé, de fidélité, de visite... se côtoient, pêle-mêle (bien sûr, selon son propriétaire), un permis de conduire, des photos d'amours de jeunesse ou de nos enfants chéris, une note de pressing à récupérer, des tickets de métro, les billets d'un concert ou d'un film que l'on a particulièrement aimé, des bouts de papier griffonnés de mots d'amour, des grigris porte-bonheur, un bouton à recoudre, etc. Notre portefeuille, c'est un petit concentré de notre vie. Notre compagnon de tous les jours, que l'on garde toujours sur soi. On le choisit élégant et pratique ; il finit invariablement boursoufflé et encombrant. Qu'importe !

On l'aime, on le garde ! Et lorsque, le temps faisant son œuvre, il nous faudra nous résoudre à le remplacer, il n'est pas rare qu'il trouve, alors, sa place au fond d'un tiroir, comme le témoin d'un temps révolu mais toujours vivace dans nos cœurs. ■

Valérie Desprets





## ANALYSE

François de Singly  
Professeur de sociologie,  
Université Paris-Descartes

# LA MORT DU «BON PÈRE DE FAMILLE»

---

*Pendant la Révolution Française, la nuit du 4 août 1789, est votée l'abolition des privilèges. Hasard ou non du calendrier gouvernemental, la loi sur « l'égalité réelle entre les femmes et les hommes » est promulguée le 4 août 2014. Elle supprime, à l'article 26, dans le droit français, l'usage de l'expression « en bon père de famille ».*

---



*Que signifie cette mise à mort symbolique? Au moins deux choses...*

Tout d'abord, et c'est évident du fait de sa place dans une loi sur l'égalité entre les sexes, il s'agit de ne plus mettre en avant le père, alors que la mère peut tout aussi bien gérer le patrimoine, la famille, que lui. Il aura donc fallu 44 ans (!) pour que la suppression de la notion de « puissance paternelle » et la naissance de « l'autorité parentale » (par la loi du 4 juin 1970) s'étendent enfin à l'ensemble des textes juridiques. La place principale reconnue au père, laissant la mère dans l'ombre de la vie quotidienne, n'est plus assurée. Cela est d'autant plus nécessaire que depuis 40 ans, avec la restauration du divorce par consentement mutuel, les mariages sont plus instables. Les familles monoparentales, dirigées principalement par des femmes, auraient bien du mal à être gouvernées selon le principe du « bon père de famille »!

Le terme de « père » ne peut que disparaître pour reconnaître que les parents sont responsables. Il n'y a plus de chef. Est-ce pour cela que certains députés ont dénoncé, au Sénat et à l'Assemblée nationale, ce changement comme une nouvelle attaque contre la famille? Ces derniers laissent supposer que « la » famille ne peut reposer que sur le principe →



de la supériorité masculine. Ils n'ont pas été entendus, l'opinion, indifférente à cet article 26, pensant que cela aurait dû être fait depuis longtemps.

Ensuite, la nature juridique ayant horreur du vide, il a fallu trouver une autre expression. On n'a pas remplacé par l'expression possible, d'apparence neutre, « en bon parent ». À la place des mots « en bon père de famille », on a mis soit « raisonnables », soit « raisonnablement ». Cela revient à considérer que la gestion du père de famille était raisonnable.

Un retour en arrière historique permet de comprendre cette « qualité » traditionnellement masculine. Au XIX<sup>e</sup> siècle, une forte séparation entre les sexes s'est opérée selon une opposition entre la raison et le cœur. Aux hommes, la raison et, en conséquence, la gestion des affaires publiques ou privées. Aux femmes, le cœur et, en conséquence, le soin, le « care ». Ce clivage a perduré: les femmes n'avaient

pas le droit de vote car elles n'étaient pas raisonnables (elles ne pouvaient pas non plus faire des études scientifiques, les mathématiques demandant trop de rigueur; on leur laissait la culture, la poésie, les romans)! Elles pouvaient se faire manipuler par les hommes, notamment par les curés, pensent les républicains. Trop émotives, elles ne pouvaient dessiner l'avenir, l'intérêt général de la famille ou de la nation.

Donc, en substituant « raisonnable » à « bon père de famille », la loi reconnaît enfin que les femmes peuvent être douées de raison dans la gestion des affaires. On peut tenir cela pour anecdotique, mais c'est au contraire un indice de la lenteur des changements sociaux concernant l'égalité des sexes (au-delà de la déclaration de principes). En 2014, seulement, la loi estime que les femmes peuvent être raisonnables. Mais cette modification mérite d'être questionnée, car elle repose sur un présupposé:

la bonne gestion doit être raisonnable. Si l'expression a été « nettoyée » des scories sexistes, elle n'a pas été changée sur le fond. Une telle bonne gestion veut dire que dans la sphère publique comme dans la sphère privée (le chef du Gouvernement devait lui aussi être un « bon père de famille »), il faut éviter l'aventure des emprunts, privilégier l'épargne, et aussi les placements « tranquilles ». Le fonctionnement de l'économie mondiale, avec le poids croissant de la financiarisation, ne semble pas un exemple de gestion « raisonnable! ». Dans les banques, on propose des placements « tranquilles » et d'autres, plus risqués. Est-ce que ceux et celles qui optent pour ces derniers font preuve de moins de raison? Sont-ils de moins bons parents?

Ce n'est pas certain. Il faut admettre qu'il n'existe pas une seule manière de gérer sa vie, son patrimoine. Le « raisonnablement » n'est donc pas satisfaisant. Le seul critère ne devrait-il pas être celui de la responsabilité? ■

# je gère

« *Ne t'inquiète pas, je gère...* » Parole magique censée apaiser notre interlocuteur, rassuré par notre « contrôle » de la situation. D'où nous vient ce tic de langage? De la rue, sans doute, terreau fertile pour nombre de mouvements devenus ensuite de véritables modes. Et que prétendons-nous (bien) gérer, exactement? Eh bien tout, précisément, nos affaires, nos amours, notre corps et même nos sentiments...

Valérie Desprets

« *Ne t'inquiète pas, je gère* », chantait le rappeur Black Kent. « *Je gère mon rap comme je gère ma life, je viens de la street, man, je sais qui je représente. Je gère mon rap comme je gère ma life, je me suis fait tout seul, non, je ne dois rien à personne.* »

Dans un monde devenu imprévisible, la sensation que « tout » nous échappe est de plus en plus prégnante. D'où la tentation de vouloir maîtriser « tout »: le temps qui passe trop vite, les émotions qui nous submergent, les amours perdues, le corps qui nous trahit... Notre époque matérialiste incite à toujours plus de performance, dans notre vie professionnelle comme dans notre vie privée. Vivre longtemps en bonne santé, garder une allure juvénile, s'épanouir dans son travail mais aussi dans ses loisirs, avoir du temps pour soi et pour les autres, gagner en sérénité chaque jour... Un idéal de vie devenu quasi-injonction! Face à l'incertitude ambiante, gardons le contrôle sur ce que nous pensons encore pouvoir maîtriser: nous-mêmes! Uniques responsables de notre destin, nous sommes devenus des gestionnaires de

notre vie, de notre capital santé comme de notre bonheur. Autrefois réservé à l'administratif, le terme « gérer » renvoyait aux affaires d'autrui, aux intérêts de quelqu'un d'autre qui, faute de temps, déléguait à un tiers le soin qu'il était incapable de prodiguer lui-même. De subalterne et subordonné, « gérer » s'est affranchi et a gagné en autonomie et en responsabilité. Désormais, il s'agit de « faire » de plein exercice et suppose une compétence et une habileté étendues à d'autres domaines que le matériel: on gère bien une crise comme on gère bien ses relations, ou encore ses enfants... Une manière, en quelque sorte, de conjurer le sort par le biais de son libre arbitre. « Gérer » peut même confiner au sublime lorsqu'il devient intransitif, comme dans l'expression récente « il gère » ou encore « ça gère », pour dire « il est remarquable » et aussi « c'est vraiment extraordinaire »: loin du tacheur d'antan (gérant, syndic ou même ministre), on est là devant un artiste, un virtuose dans la parfaite possession de son art (s'il s'agit d'une personne) ou d'un chef-d'œuvre, si l'on désigne un objet. La perfection pour ultime désir? Ne vous inquiétez pas, on gère... ■





## ANALYSE

Geoffroy Lauvau

Docteur en philosophie politique



# COMMENT GÉRER LE BIEN COMMUN ?

**L**a convergence actuelle entre une crise politique et une crise économique paraît tracer les contours d'une impasse au regard de laquelle les relations sociales sembleraient ne plus pouvoir se construire de façon solidaire. Pourtant, quelques indices sont de nature à inciter à l'optimisme quant à notre capacité collective à prendre conscience du problème et à nous disposer à gérer le bien commun et, à rebours de certains préjugés tenaces, c'est peut-être de l'entreprise, que nous viennent ces signes encourageants.

Le livre de Thomas Piketty, *Le capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, est un best-seller étonnant: plus de 1000 pages, écrites dans une langue de spécialiste qui ne déroge que rarement à un vocabulaire technique, et qui s'inscrit en faux avec la plupart des principes et des modalités de fonctionnement du capitalisme contemporain, si l'on comprend, toutefois, ce capitalisme comme un modèle reposant globalement sur les exigences d'une gestion actionnariale des richesses dans le contexte d'une économie de plus en plus financiarisée et dématérialisée. Ce livre participe, certes, d'une critique aujourd'hui plus répandue du « consensus de Washington », c'est-à-dire du tournant (ultra) libéral de l'économie mondialisée amorcé dans les années 1980 et devenant l'axe principal des politiques économiques du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale au début des années 1990. Cette critique, représentée par d'autres succès éditoriaux, tels Joseph Stiglitz (*Quand le capitalisme marche sur la tête*) ou Amartya Sen (*L'économie est une science morale*), peut être, en effet, comprise comme la dénonciation d'une certaine gestion libérale de l'économie. Se pose, ainsi, en creux la question fondamentale du sens de l'économie, c'est-à-dire de la façon dont



la croissance des inégalités fragilise le contrat social au point de rendre difficile la coexistence, dans une même société, de personnes ne partageant plus les mêmes niveaux de vie. Cette difficulté interpelle d'autant plus que l'État-providence paraît en déclin, et que le discrédit du politique favorise la résurgence de communautarismes (notamment religieux et sectaires) souvent inquiétants, au cœur de sociétés modernes sécularisées où le déclin du religieux sonne le glas des morales traditionnelles.

### UNE SOCIÉTÉ EN QUÊTE DE SOCIABILITÉ

L'impression d'un bien commun en déshérence s'impose, et ni les acteurs de l'économie, ni la société n'ont finalement intérêt à cultiver cet état des choses, qui n'est pas plus profitable à la production des richesses qu'il n'est propice à l'instauration d'un climat sociétal de confiance. Par ailleurs, et telle est l'hypothèse qui structure cet article, peut-être ne serait-il pas insensé de voir dans ce besoin de sens plus qu'une coïncidence, et gagnerions-nous à y saisir l'opportunité de construire une convergence entre les doutes d'une économie ayant perdu la finalité de ses richesses et les inquiétudes d'une société en quête de sa sociabilité. Cette hypothèse ne relève pas d'une intuition farfelue: si pouvoir gérer le bien commun est une question sociétale primordiale dans un monde où il ne peut plus être produit par ceux qui en avaient traditionnellement la charge (la morale, le marché et l'État), pourquoi envisager des réponses communes aux tensions relevant de l'économie, de la morale et de la politique? Cette hypothèse est intuitivement défendable parce que la déconnexion progressive de la dynamique de production et de gestion des richesses et de la construction d'une concorde sociale ne produit, à terme, qu'une société de défiance, alors même que le principe et le pari d'une société capitaliste sont indéfectiblement liés à la croyance selon laquelle les libertés politique et économique peuvent et doivent marcher de conserve.



### LE DÉVELOPPEMENT D'UNE ÉTHIQUE COLLECTIVE

Quelques indices peuvent inciter à l'optimisme quant à notre capacité collective à prendre conscience du problème et à nous disposer à gérer le bien commun.

Tout d'abord, les illusions politiques et économiques de la gestion étatique du bien commun ont fait long feu : la chute du communisme comme la fin d'une gestion strictement keynésienne et intervention-

une qualité de vie plutôt qu'une quantité d'argent, une demande de bien commun paraît être le phénomène émergent de la société en général, et du monde professionnel en particulier.

Ces trois grands indices (défiance à l'égard de l'État et du marché, conscience éthique collective, et recherche d'une qualité de vie) ne sont d'ailleurs par restés longtemps sans écho. L'effort de normalisation d'une responsabilité sociétale des entre-

## « L'impression d'un bien commun en déshérence s'impose, et ni les acteurs de l'économie, ni la société n'ont finalement intérêt à cultiver cet état des choses. »

Geoffroy Lauvau, *docteur en philosophie politique*

niste en économie montrent qu'il n'est plus concevable de faire de l'État le juge et l'arbitre du jeu sociétal. Réciproquement, la fin de la croyance dans l'autorégulation des marchés et la disparition du fantôme d'un égoïsme vertueux renvoient les hommes comme les institutions à leurs devoirs de responsabilité à l'égard de leurs actes.

Ensuite, le développement d'une éthique collective, notamment favorisée par la naissance d'une conscience écologique et par le constat des effets pervers de la croissance dans un contexte de mondialisation, oblige les hommes à reconnaître qu'ils ont un monde et une terre en partage, et que gérer le bien commun n'est plus un luxe mais une nécessité.

Enfin, dans un contexte souvent décrit comme « postmoderne », où le rapport que chacun entretient avec son propre bien n'est plus strictement consumériste, et où les individus recherchent souvent

prises est à cet égard la face visible d'une dynamique de fond interrogeant le rapport au bien commun.

Ce n'est, ainsi, pas seulement par des efforts de labellisation des entreprises pour leur bon comportement que se construit une nouvelle façon de gérer le bien commun, en particulier parce que l'effet de labellisation n'est trop souvent qu'un exercice factice de communication cachant des pratiques beaucoup moins constructives.

Si l'entreprise est aujourd'hui appelée à gérer le bien commun, c'est en tant qu'elle est une organisation profondément humaine dont l'environnement s'est modifié, ce qui signifie que la gestion des ressources humaines doit prendre en compte le fait que l'entreprise est non seulement un lieu dans lequel chacun entend se développer et se réaliser, mais également une organisation appelée à jouer un rôle sociétal déterminant.

### GÉRER LE BIEN COMMUN ET GESTION DU BIEN COMMUN

Deux pistes de réflexion peuvent contribuer à éclairer le chemin de l'entreprise vers le bien commun.

D'une part, au-delà du jeu de mots, gérer le bien commun ne signifie pas la même chose que la gestion du bien commun. La gestion correspond, en effet, à une science statique, un savoir théorique et hiérarchique dotant le chef d'entreprise d'une responsabilité patriarcale de décision, conformément à l'autorité du « bon père de famille ». Néanmoins, à l'image du droit français, qui a supprimé en 2014 la mention de la gestion « en bon père de famille », l'entreprise aurait probablement de bonnes raisons de se défier de cette gestion patriarcale, puisqu'émerge une demande d'implication de plus en plus grande des salariés dans les décisions stratégiques des entreprises, et même peut-être une exigence de responsabilisation accrue des différentes parties prenantes de l'action d'entreprise. Gérer le bien commun devient, ainsi, une dimension dynamique essentielle d'une entreprise appelée à ne plus se penser comme une institution strictement pyramidale et ce, d'autant que la déconcentration des procédures de décision peut être efficace économiquement, comme le montrent les recherches de Marc Fleurbaey sur la démocratisation de l'entreprise dans son livre *Capitalisme ou démocratie*. Gérer exige donc de l'entreprise qu'elle prenne conscience du bien qu'elle peut créer dans un environnement.

C'est ainsi que le modèle de la cogestion allemande, inscrit dans la loi dès 1951 et considéré comme le modèle qui a notamment fait le succès économique de l'Allemagne, est aujourd'hui analysé rétrospectivement avec intérêt, puisqu'il offre une expérience d'une gouvernance plus consensuelle, où la prise en compte de la voie des salariés permet de gérer l'entreprise de façon fluide et efficace. La recherche de nouvelles façons de gérer l'entreprise est, en ce sens, diverse.

De façon analogue, en effet, et malgré les critiques que l'entreprise peut par ailleurs essuyer sur son modèle de gouvernance, Google fait figure d'entreprise pionnière dans les nouvelles méthodes de management de ses salariés, en ayant par exemple, le souci particulier du bien-être de ses salariés (espaces de détente ou de jeux dans l'entreprise) ou encore de leur potentiel d'innovation (les ingénieurs peuvent consacrer 20 % de leur temps à des recherches personnelles). Il ne devient plus utopique de penser que l'entreprise est en mesure de construire et de gérer une nouvelle narration du bien commun partant du fait que ses salariés (re)trouvent un bien-être au cœur de leur emploi.

### UN DÉFI POUR LE DÉVELOPPEMENT DES ENTREPRISES

D'autre part, l'appel à une responsabilité sociétale oblige l'entreprise à avoir un discours à l'égard de la société et ce, d'autant que les comportements économiques se modifient de façon spectaculaire pour adopter les voies d'une économie collaborative. Le changement de paradigme qui se dessine en creux de nouveaux modes de partage (covoiturage), de consommation (Uber), de recyclage (économie circulaire), de financement (KissKissBankBank) ou de locations (Airbnb) n'est plus un phénomène marginal, et la nécessité de gérer un bien commun désormais multidimensionnel apparaît comme un défi du développement des entreprises. Gérer le bien commun doit, ainsi, presque être pris au sens propre, c'est-à-dire correspondre en partie à un renoncement au bien privé, ou à un rapport privé et rival au bien. L'entreprise peut donc partiellement se concevoir comme une organisation qui gère les biens en commun et a pour fonction de donner à chacun les moyens d'accéder à quelque chose de commun. Gérer le bien commun paraît donc être bien plus qu'une gageure pour les entreprises des économies capitalistes mondialisées. ■



# COLLABORATIF

L'économie collaborative est l'expression qui désigne l'adoption d'une logique de partage dans le capitalisme contemporain. Il recouvre l'économie de la fonctionnalité (substituer le partage et le recyclage à la propriété exclusive des biens et des services), la consommation collaborative (troc, échange et partage), la production contributive (produire en commun et favoriser l'accès collectif aux produits), les modes de vie collaboratifs (vivre et travailler ensemble), la finance collaborative (prêts entre particuliers ou financement collectif de projets), ou encore la culture libre (l'accès gratuit aux biens culturels). Si ces nouvelles orientations contrastent avec un capitalisme traditionnellement propriétaire, elles relèvent peut-être moins d'une prise de conscience éthique, où les acteurs du marché deviendraient subitement vertueux, que de modifications intimement liées à des crises du capitalisme obligeant les individus à une optimisation de leurs comportements économiques. Il est donc en soi plus rentable de pratiquer une économie collaborative. Néanmoins, comme l'intérêt n'exclut pas nécessairement la moralité, l'économie collaborative peut être vue comme une économie de réseau adossée aux nouvelles technologies et favorisant une conscience éthique, notamment dans un contexte de menace écologique.

# GÉRER L'AVENIR DE NOTRE PLANÈTE, C'EST AGIR AUJOURD'HUI

---

*Les défis du réchauffement climatique, directement lié à l'empreinte de l'homme sur l'environnement, sont sans équivoque. Assurer notre avenir, c'est donc optimiser notre capacité à mieux gérer les ressources naturelles mondiales. En effet, aujourd'hui, l'heure n'est plus au bilan, mais bien à l'action : il est urgent de révolutionner nos modes de vie. Comment éviter l'ingérable et gérer l'inévitable changement climatique ? Huit chiffres pour décrypter ses causes et ses impacts.*

---



## 1 000 milliards de tonnes

---

C'est la quantité maximale de carbone qui peut encore être consommée pour limiter le réchauffement à 2°C. Au-delà de ce seuil critique, **la Terre pourrait atteindre un point de non-retour** et un emballement du système climatique : vagues de chaleur, sécheresse et montée des eaux pour principales conséquences.



## 100 millions

---

C'est le nombre de personnes qui pourrait **basculer dans l'extrême pauvreté** d'ici 2030 en cas d'inaction face au réchauffement climatique (estimation Banque mondiale).

## 1450 milliards de dollars

---

C'est ce que **coûterait le réchauffement climatique aux économies des pays du monde entier**, d'ici la fin du siècle, selon un rapport du Groupe intergouvernemental d'experts sur l'évolution du climat (GIEC). La raison ? **Une moindre production agricole** mondiale et, donc, des revenus en baisse pour les pays concernés.





**0,85°C** —

Entre 1880 et 2012, les températures moyennes ont **progressé de 0,85°C**. Si les émissions de gaz à effet de serre continuent au même rythme, cette augmentation pourrait atteindre 4,8°C d'ici 2100.



**95%** —

C'est le niveau de certitude, qualifié d'« extrêmement probable », que **« l'activité humaine est la cause principale du réchauffement observé »** depuis le milieu du XX<sup>e</sup> siècle.

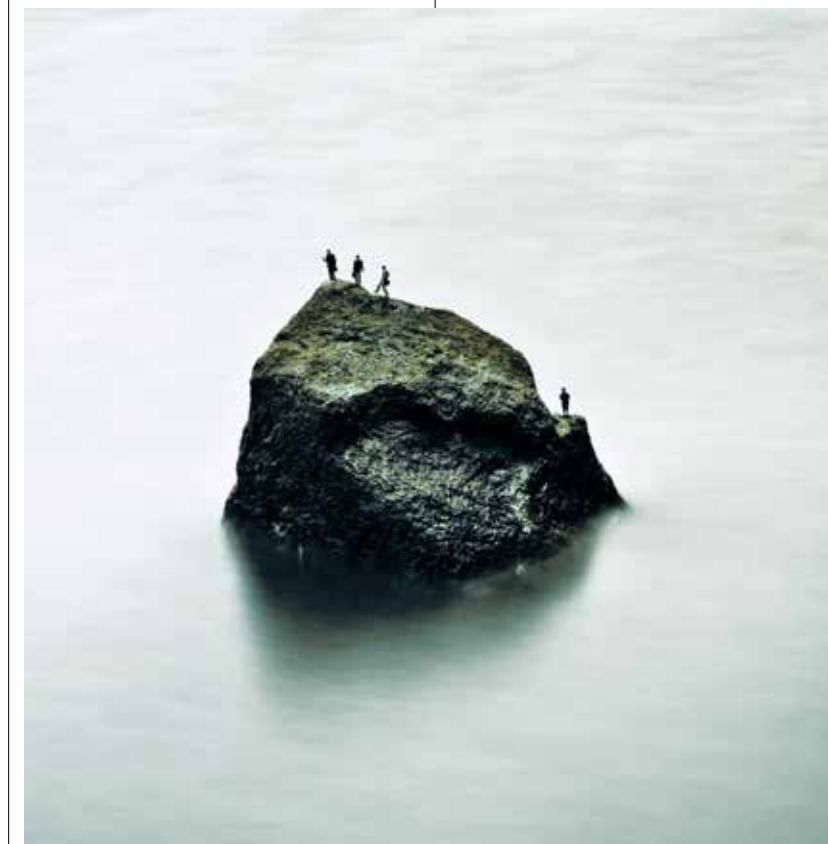


**150**  
milliards de dollars

—  
Selon le Programme des Nations unies pour l'environnement (PNUE), les dépenses liées aux mesures mises en place pour s'adapter au changement climatique s'élèveraient à **150 milliards de dollars par an en 2025-2030**.

**20 cm** —

Le niveau moyen des océans ne cesse de monter. Depuis le début du XX<sup>e</sup> siècle, **il a augmenté de 20 centimètres**, en moyenne. Cette tendance, relevée par le GIEC, devrait se confirmer d'ici 2100.



**250**  
millions

—  
D'ici 2050, **250 millions de personnes pourraient être déplacées** en raison du dérèglement climatique (*Source Onu*). Elles sont déjà près d'une centaine de millions, d'après les données recueillies par l'IDMC (Internally Displacement Monitoring Centre).



# QUAND L'IMMATÉRIEL DONNE UN SENS AU MATÉRIEL...



## RENCONTRE

**Philippe Depoorter**  
Family Practice Leader  
à la Banque de Luxembourg

*Un patrimoine ne se résume pas à une liste de biens matériels ou à une simple somme d'argent. Derrière ce qui se mesure, se cache toute une dimension immatérielle, mais pourtant bien réelle et qui lui confère toute sa valeur.*

### Qu'entendez-vous par patrimoine immatériel ?

**Philippe Depoorter :** Un patrimoine est une notion large... Elle renvoie naturellement à l'idée de biens qui peuvent se transmettre, comme du foncier, de l'immobilier, une entreprise ou des titres, par exemple. Mais pas seulement... Elle évoque aussi tout ce qui est rattaché à ces biens et qui devrait également se transmettre. Une histoire, une passion, des valeurs, des façons de faire ou de ne pas faire... L'immatériel, c'est précisément cette part d'héritage potentiel qui n'est pas tangible et est donc difficile à appréhender, alors qu'elle existe bel et bien.

### D'où est née votre réflexion sur cette notion ?

**P. D. :** De la question de la réputation ! La réputation d'une personne, d'une famille, d'une entreprise, est immatérielle et constitue, pourtant, un véritable actif. Un actif immatériel et vulnérable qu'il nous semblait important de contribuer à préserver, dans un monde de l'instantanéité, hyperconnecté et mondialisé. Une bonne réputation apporte un statut, une reconnaissance, une crédibilité, un pouvoir d'influence et crée de la valeur. C'est aussi un actif fragile (il faut des années pour bâtir une réputation et quelques secondes pour la détruire) et exposé, dans la mesure où il nous échappe en partie : il est conditionné par la perception qu'en ont les autres. Et, dès lors, ce sont les autres, qui détiennent notre réputation ! Elle est la résultante d'un certain nombre d'éléments : des manières d'être, de faire, de penser, de communiquer, lorsqu'il s'agit d'une personne, ou encore, s'il s'agit d'une entreprise, de ses produits et services, de sa gouvernance, de sa citoyenneté, de son leadership, etc.

### Peut-on définir précisément le patrimoine immatériel d'un individu ou d'une famille ?

**P. D. :** La première difficulté est liée à son périmètre, à géométrie variable. Par essence, un patrimoine immatériel

est singulier, propre à chacun, donc à chaque fois unique. On peut tenter de l'appréhender à partir de quatre pivots que nous avons identifiés : l'histoire, les savoirs, les valeurs et, enfin, les pratiques. La deuxième difficulté, c'est qu'on est là dans le registre non plus du rationnel, mais de l'abstraction, ce qui complique toujours l'analyse, comme chacun le sait !

### Finalement, c'est une notion qui fait un peu écho à la problématique du capital immatériel d'une entreprise...

**P. D. :** Oui et non. Il est vrai que les économies occidentales sont devenues massivement postindustrielles et immatérielles. Le capital des entreprises est aujourd'hui composé en grande partie d'actifs immatériels (marques, informations, connaissances et savoir-faire). En somme, « toute la richesse cachée qui permettra de générer de la rentabilité future et que l'on ne lit pas dans les comptes<sup>2</sup> ». Un fichier clients, par exemple, est un actif matériel, pour une entreprise. C'est un potentiel de chiffre d'affaires. Mais à chaque client, chaque vente, sont attachés une image, un relationnel, une réputation, des pratiques, etc. Celui qui reprendrait ou rachèterait une entreprise, surtout familiale, sans tenir compte de ce qui fait réellement sa différence, son unicité, se priverait de l'essentiel de sa valeur et s'exposerait, sans doute, à quelques déconvenues. De ce point de vue, là, oui, on peut faire un parallèle entre capital d'entreprise et patrimoine familial. Ce qui me paraît, en revanche, très différent, ce sont les enjeux rattachés à ces deux notions.

### C'est-à-dire ?

**P. D. :** La valeur des entreprises cotées est devenue nettement supérieure à leur valeur comptable. C'est un vrai sujet : comment calculer, aujourd'hui, la valeur réelle d'une entreprise ? La question de l'évaluation comptable de ses actifs immatériels est devenue cruciale dans le pilotage et la gestion d'une entreprise. Dans le cas d'un patrimoine familial, →

**« Plus que d'être des historiens de la famille, ce qui nous importe, c'est de susciter une prise de conscience de ce que représente et implique l'histoire familiale. »**

l'enjeu me semble résider davantage dans la prise en compte, la « révélation », de sa part immatérielle.

#### Qu'entendez-vous par révélation ?

**P. D. :** La dimension immatérielle du patrimoine est encore trop souvent oubliée par les familles, comme par les gestionnaires. On en entend parler, mais on continue, la plupart du temps, à s'intéresser davantage à la gestion des avoirs matériels, et donc du compte, qu'à la gestion du parcours de vie. Chez nos clients, cette notion résonne en eux dès qu'elle est évoquée... mais elle nécessite d'être expliquée, détaillée, analysée... Il y a là, à l'égard des héritiers d'un patrimoine, un véritable enjeu de pédagogie. Cela prend du temps mais se révèle nécessaire pour qui veut éviter nombre de malentendus, voire de conflits ultérieurs.

#### Quels types de malentendus ?

**P. D. :** L'origine du patrimoine, par exemple, aura une forte influence sur la façon de le

gérer... mais aussi de le recevoir ou de le transmettre! Un patrimoine de valeur équivalente, mais qui, dans un cas, est hérité et transmis sur plusieurs générations et, dans l'autre, est le fruit d'une réussite professionnelle à l'échelle d'une vie (comme c'est le cas, aujourd'hui, dans le monde des nouvelles technologies, par exemple), ne sera pas considéré de la même façon, ni par ceux qui l'ont constitué, ni par ceux qui le recevront en héritage...

Dans un cas, la transmission fait partie de l'histoire et des traditions familiales; on est élevé avec la mission implicite de transmettre tout ou partie du patrimoine; dans l'autre, pas forcément. Tout comme on ne peut pas gérer un compte sans comprendre qui en est le titulaire, on ne peut pas (bien) gérer un patrimoine sans comprendre d'où il vient et comment il s'est constitué... sans connaître les codes familiaux, voire les tabous. La tentation, à l'heure de l'inflation réglementaire, consiste à s'en tenir à la seule notion de profil risque ou profil d'investissement

d'un client. Les questions portent, alors, sur sa culture financière, mais occultent parfois le rapport à l'argent. Or, on ne peut pas gérer le matériel sans comprendre l'immatériel en ce qu'il renvoie au rapport à la vie et au rapport à l'argent de chacun.

#### Comment faciliter les moments de transmission ?

**P. D. :** Cela nécessite un travail de préparation et de verbalisation dans le temps... Il faut comprendre ce qui unit et rassemble les membres d'une même famille; révéler et objectiver l'origine, l'histoire et la vocation du patrimoine, favoriser l'échange, le dialogue, la création de consensus... Cela est absolument nécessaire si on veut que le patrimoine immatériel soit préservé. Et il ne le sera que s'il est compris, endossé; si chacun trouve ou se voit offrir une façon de le prolonger, d'y apporter sa contribution.

#### C'est-à-dire ?

**P. D. :** Un patrimoine immatériel transmis ne conserve sa valeur que si on continue à le faire vivre... Il s'agit, en quelque sorte, pour ceux qui le souhaitent, de continuer l'histoire mais en se l'appropriant.

#### Au fond, on pourrait vous qualifier de gestionnaires de culture familiale ?

**P. D. :** Tout à fait! Plus que d'être des historiens de la famille, ce qui nous importe, c'est de susciter une prise de conscience de ce que représente et implique l'histoire familiale, de révéler de quoi elle est composée et de réussir à ce chacun s'en réapproprie les composantes pour construire son propre projet. C'est de faire en sorte que chacun s'interroge sur ce que l'on garde, ce que l'on fait évoluer... et ce que l'on « jette ». Alors, seulement, on s'approprie son héritage, on en devient acteur et pas juste dépositaire de quelque chose que l'on n'a pas voulu. ■

1) La réputation, un actif vulnérable et précieux; Édition Banque de Luxembourg 2012.

2) Alain Fustec, cocréateur de l'observatoire de l'immatériel.



## DE LA NAISSANCE D'UN PATRIMOINE FAMILIAL

Témoignage de la famille Hupin

Emmanuel Hupin n'a pas hérité de sa famille. Cet avocat d'affaires a, un jour, l'opportunité de racheter une minuscule société qui n'a, pour seul actif, qu'un petit immeuble à Bruxelles. Reproduisant l'opération quelques années durant, il se constitue peu à peu un patrimoine immobilier conséquent. Vient, alors, le temps des interrogations: que signifie cet acquis? « Si la finalité de tout cela était juste d'accumuler des biens, comme au Monopoly, alors cela n'avait pas de sens. » Ses enfants ayant grandi, c'est lors d'une réunion de famille que la décision est prise: s'orienter vers le développement durable. Le projet Urbani, dans sa forme actuelle, voit le jour en 2002. L'idée est simple: investir dans des immeubles à haute performance environnementale destinés au logement collectif. De quoi satisfaire sensibilité écologique personnelle, recherche de sens et intérêt économique: « Construire un immeuble est un projet à 30 ans. Anticiper sur l'évolution réglementaire était nécessaire, même si l'époque n'imposait pas encore de normes HQE ». C'est le début de l'aventure. Un premier immeuble voit le jour puis, très vite, la question apparaît beaucoup plus vaste. « On ne peut pas faire de développement durable si on ne tient pas compte du facteur humain. Les habitants doivent eux aussi adhérer au projet », souligne M. Hupin. D'où l'émergence, peu à peu, d'une véritable communauté de vie au sein des logements. « Notre métier est aujourd'hui centré sur le bien-être, la qualité de vie des habitants et plus seulement sur les briques », se réjouit-il. « Le sens a nourri le sens et fait sans cesse évoluer le projet... » Pour Antoine, son fils, qui travaille aujourd'hui à ses côtés, « ce projet a soudé les membres de la famille grâce aux valeurs qu'il portait. C'est un réel motif de fierté pour chacun de nous. Et c'est encore mieux lorsqu'on en devient aussi acteur ». À noter: Urbani n'a jamais versé de dividendes. Les gains ont toujours été réinvestis en totalité. Aujourd'hui, Urbani est toujours une société familiale mais n'est plus contrôlée par la famille Hupin. Les nouveaux actionnaires, devenus majoritaires, ont rejoint le projet pour ce qu'il signifie. Un motif de satisfaction et de motivation supplémentaires pour la famille Hupin. « La vraie valeur d'Urbani, ce n'est plus seulement son patrimoine immobilier. Il s'y ajoute une dimension plus immatérielle: le projet humain, insiste-t-il. Le sens du projet donne au patrimoine sa véritable valeur. » ■

# 3 QUESTIONS À



**Nicolas Neve**  
Banquier privé  
Responsable Banque de Luxembourg,  
succursale de Belgique

# 1

## Comment gère-t-on un patrimoine familial ?

J'ai débuté ma carrière comme analyste financier. À ce moment-là, je pensais, un peu naïvement, que les chiffres étaient essentiels et que les réponses se trouvaient dans la maîtrise des techniques bancaires. J'ai compris au contact de clients, au fur et à mesure que j'apprenais à les connaître et que j'entrais véritablement dans leur famille, que je me trompais. L'histoire, la nature et la qualité des relations, voilà les principaux moteurs au sein de la famille. Aujourd'hui, je sais que ce qui est essentiel, c'est de sentir le mécanisme propre à chacune. Cela veut dire une prise en compte de la personne, de la famille, de son patrimoine immatériel et non pas que de ses actifs. Dans mon métier, je passe plus de temps à écouter et échanger qu'à proposer des solutions!

# 2

## Quelles sont les qualités d'un bon gestionnaire ?

À côté des qualités techniques, base nécessaire, de la sensibilité et de la patience. Il faut du temps pour comprendre les ressorts des uns et des autres. Pour construire une relation sur la durée, pour gagner la confiance. C'est la clé, si on veut être pertinent. Il faut aussi beaucoup d'intuition, de sensibilité, d'empathie... d'expérience, aussi. On est un peu dans la psychologie, on partage des moments très forts émotionnellement, comme dans les moments de séparation. On ne ment pas, dans ces moments-là, la réalité de la famille est là. On doit être dans une relation donnant-donnant: il faut s'impliquer personnellement. On n'entre pas dans l'intimité de quelqu'un si on ne donne pas soi-même un peu de soi.

# 3

## Quels enseignements tirez-vous de votre propre expérience ?

J'ai plus appris de la vie de mes clients que j'ai pu leur apprendre! Je leur en suis très reconnaissant. Ils ont des vies passionnantes, ils surmontent des épreuves et font preuve d'un courage remarquable. On est dans le roman de la vie: des choses belles, cruelles, douloureuses, exceptionnelles... L'argent, dans tout ça, n'est qu'un paramètre. Jamais l'argent n'est le ressort essentiel d'une vie. Certaines familles ont beaucoup d'argent, mais les solutions à trouver par rapport à leurs problèmes ou à leurs difficultés ne sont jamais entièrement et fondamentalement liées à l'argent. C'est, du reste, un paradoxe dans le monde matériel dans lequel on vit.

# Warren Buffett

*À la tête de la troisième fortune mondiale, Warren Buffett fascine. Milliardaire philanthrope, pourfendeur, non sans humour, de Wall Street, l'icône de la finance prône simplicité et intégrité, et n'hésite pas à réclamer une plus grande équité fiscale. À 85 ans, le « Sage d'Omaha » continue à gérer ses affaires avec prudence, constance et grand discernement. À contre-courant des modes. Un homme décidément pas comme les autres.*

•

« LE PRIX EST CE QUE VOUS PAYEZ, LA VALEUR EST CE QUE VOUS OBTENEZ. »

•

Warren Buffett

La phrase est de Warren Buffett, et résume à elle seule toute la philosophie de l'investisseur : investir dans des entreprises dont le prix est bas mais auxquelles on accorde un potentiel de croissance qui fera grimper sa valeur. « Notre but est de découvrir des compagnies extraordinaires à des prix ordinaires et non des compagnies ordinaires à des prix extraordinaires. » Pour ce faire, « vous devez vous focaliser sur la future productivité de vos actifs. L'omniscience n'est pas nécessaire. Nous avons uniquement besoin de comprendre ce que nous entreprenons. Au lieu de ça, si vous vous focalisez sur les variations de prix à venir d'un achat que vous songez à effectuer, vous faites de la spéculation ». Et Warren Buffett, c'est l'anti-spéculateur par excellence : « Soyez avides quand les autres sont craintifs et méfiants quand les autres sont euphoriques ». Autrement dit, achetez quand les autres vendent et tenez-vous à l'écart quand les cours sont au plus haut ! Des principes simples appliqués avec constance tout au long de sa carrière. Et, bien sûr, une analyse et une compréhension du monde des affaires qui restent inégalées.

« **N**ous avons eu tous les deux beaucoup de chance dans la vie », reconnaît Warren Buffett dans sa *Lettre aux actionnaires* 2008, parlant de lui et Charlie Munger, son principal associé depuis plus de 50 ans. « Nous sommes nés en Amérique, avons eu des parents qui nous ont donné une bonne éducation, des familles formidables et une excellente santé. Et nous sommes venus au monde avec un gène des affaires qui nous a permis de prospérer de façon exceptionnelle. » Une manière élégante de raconter l'histoire d'un parcours hors norme et d'un génie des affaires extrêmement précoce. À l'âge où ses copains jouent encore aux billes, le petit Warren vend, assis sur le trottoir devant sa maison, des chewing-gums à la pièce qu'il achète par paquets à l'épicerie de son grand-père. Pour ses dix ans, son père, modeste courtier en Bourse, l'emmène à New York, visiter Wall Street.

#### LE MIRACLE DU CAPITAL

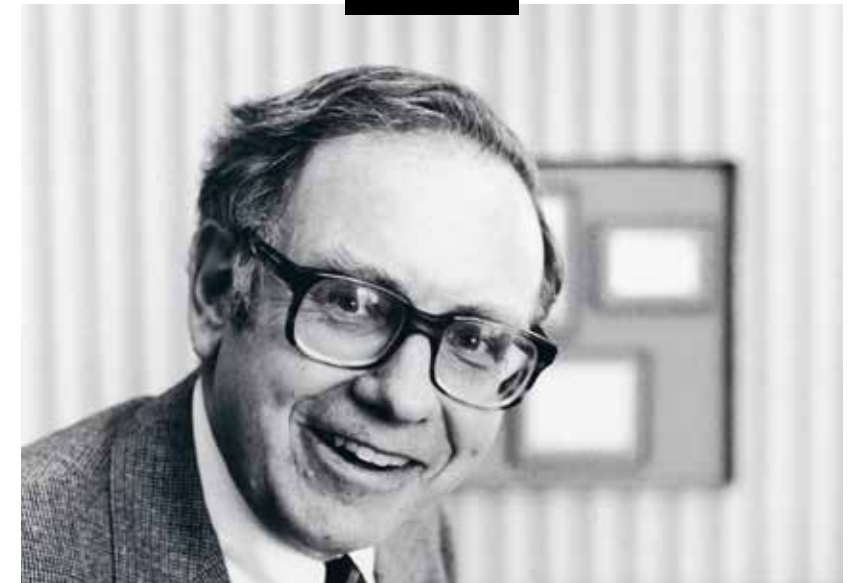
À 11 ans, il achète sa première valeur : six actions (trois pour lui et trois pour sa sœur), au coût unitaire de 38 dollars, qu'il revendra pour 40 dollars, ratant une progression fulgurante dans les semaines suivantes (200 dollars) ! Il en retiendra une première leçon sur le manque à gagner lié à une sortie « prématurée » d'un bon investissement. À 13 ans, sa décision est prise : il sera millionnaire avant d'atteindre l'âge de 30 ans ! Alors livreur de journaux, il gagne jusqu'à 175 dollars par mois. À 15 ans, il investit ses premières économies dans l'achat de 20 hectares de terres agricoles dans le Nebraska ; à 17 ans, il fait l'acquisition, avec un ami, d'un flipper usagé pour 25 dollars. Warren envisage

le potentiel de la machine ; il la place près de la boutique d'un coiffeur. Les mois suivants, trois autres machines sont acquises et positionnées à différents endroits de la ville. Ce business est revendu dans l'année au prix de 1200 dollars. Comme l'écrit Alice Schroeder, sa biographe, dans son ouvrage *L'effet boule de neige*, Warren venait de découvrir le miracle du capital : l'argent qui travaille pour celui qui le possède, comme s'il occupait un emploi.

#### MILLIONNAIRE À 30 ANS

À 24 ans, il obtient un master d'économie à l'université Columbia. Parmi ses enseignants, les célèbres analystes financiers David Dodd et Benjamin Graham. Une rencontre avec les « investisseurs value » qui marquera toute sa vie. B. Graham, qui deviendra, du reste, son mentor, lui propose alors son premier job dans sa firme de gestion de portefeuille, à New York ; salaire d'embauche : 12 000 dollars par an. Deux ans plus tard, Graham part à la retraite et Warren Buffett décide de rentrer à Omaha, pour créer son propre fonds d'investissement, avec l'argent que veulent bien lui confier quelques amis et voisins. Il n'en repartira jamais. Sa première société, Buffett Associates Ltd, deviendra quelques années plus tard Buffett Partnership Ltd, regroupant l'ensemble des fonds sous sa direction. Des fonds valorisés 7 178 500 dollars en 1962, dont plus de 1 025 000 dollars appartiennent en nom propre à l'investisseur tout juste trentenaire ! Pari tenu. La suite appartient à l'histoire de la finance du XX<sup>e</sup> siècle : le partenariat Buffett Partnership Ltd commence à investir dans une obscure société industrielle spécialisée dans le textile, Berkshire Hathaway,

« Je n'ai jamais rencontré quelqu'un qui avait une idée aussi claire du monde des affaires. C'est probablement toujours le cas. » Bill Gates



cotée 7,60 dollars l'action. En 1963, entrée massive au capital de la société au prix de 14,86 dollars l'action, alors que le fonds de roulement est déjà de plus de 19 dollars par titre, sans compter les immobilisations, qui augmentent encore la valorisation réelle. En 1969, le Buffett Partnership Ltd est dissous et les actifs liquidés au profit des associés ; la plus grosse part revient à Berkshire Hathaway, dont Warren possède 29 % des parts. Il s'en nomme président

et commence à écrire sa célèbre *Lettre annuelle aux actionnaires*. Dès 1969, ses investissements réalisent des plus-values de presque 30 %, en moyenne et par an, dans un marché où la moyenne se situe entre 7 et 11 %, et où de meilleures performances sont exceptionnelles. Sous la direction de Buffett, le fonds Berkshire surpasse les références des marchés tels que le S&P 500 et le Dow Jones pendant plus de 40 ans. →

1945

À 15 ANS  
Patrimoine : 1 200 \$

1956

À 26 ANS  
Patrimoine : 140 000 \$

1969

À 39 ANS  
Patrimoine : 25 M\$

1974

À 44 ANS  
Patrimoine réduit de moitié par la crise financière.

1983

À 53 ANS  
Patrimoine : 620 M\$

1987

À 57 ANS  
Perte latente de 342 M\$ lors du krach d'octobre 1987



1989

À 59 ANS

Patrimoine: 3,8 Md\$

2002

À 72 ANS

Patrimoine: 35 Md\$

2008

À 78 ANS

Patrimoine: entre  
58 et 62 Md\$

2009

À 79 ANS

Patrimoine: 37 Md\$

2010

À 80 ANS

Patrimoine: 47 Md\$

Aujourd'hui

2016

À 86 ANS

Patrimoine: 60,8 Md\$



**POINT DE VUE  
DE LA BANQUE DE  
LUXEMBOURG**



Warren Buffett est une source d'inspiration incontournable dans le cadre d'une gestion de portefeuille fondamentale telle que nous la pratiquons à la Banque de Luxembourg. La clairvoyance des lettres qu'il adresse chaque année aux actionnaires de Berkshire Hathaway, la holding qu'il gère, est particulièrement riche d'enseignements. Une leçon que nous appliquons concerne notamment l'importance de la bonne définition du cercle de compétence, qui est propre à tout un chacun. En effet, un investisseur a intérêt à délimiter son champ d'action aux investissements qu'il est à même de bien comprendre, afin de réduire le risque de subir des pertes en capital, un important facteur de dilution de la rentabilité d'un portefeuille.

Actionnaire de Coca-Cola, d'American Express et de Procter & Gamble, ainsi que d'une foule de moyennes entreprises américaines (marchands de chocolat, de bijoux, de tapis ou de briques...), Warren Buffett a aussi des participations chez le géant de la distribution Walmart, le pétrolier Conoco, l'industriel alimentaire Kraft Foods, le groupe pharmaceutique franco-allemand Sanofi-Aventis, l'agence d'évaluation boursière Moody's et même dans la maison mère du *Washington Post*! Rien que du classique, comme ses parts dans Wells Fargo, un énorme établissement financier qui a commencé son épopée à l'époque du Far West, en 1852. L'un de ses grands principes d'investissement, c'est de n'acheter que des valeurs sûres: des entreprises en position dominante dans des secteurs stables et sans surprise. Ce qui l'a toujours tenu éloigné de la Net Economy et de toutes ses nouvelles technologies, qu'il juge compliquées. « *Les start-up, c'est pas notre truc!* », répète ce prudent, qui n'a jamais mis un centime dans l'informatique, l'internet ou les télécoms, et juge suspects les entreprises qui grandissent trop vite. « *La clé de l'investissement ne consiste pas à évaluer à quel point une industrie va affecter la société, mais à déterminer l'avantage concurrentiel d'une entreprise et, par-dessus tout, la pérennité de cet avantage.* » Ses détracteurs y voient une incapacité à comprendre le monde actuel, là où ses défenseurs ne se privent pas de souligner, avec ironie, que ce que Warren Buffett ne comprend pas, ce n'est pas la technologie, mais les prix que les autres investisseurs sont disposés à payer pour elle! L'effondrement de la bulle des

valeurs technologiques et internet en 2000 révélera sa sagacité de « sage » de la finance.

En mars 2008, avec une fortune évaluée à 62 milliards de dollars, Warren Buffett est consacré l'homme le plus riche au monde selon le classement annuel du magazine *Forbes*. Depuis, avec 60,8 milliards de dollars, Warren Buffett arrive juste après Bill Gates et Amancio Ortega. Une fortune qu'il léguera à plus de 80 % à la Fondation Bill & Melinda Gates. Milliardaire et généreux. ■

PHILANTHROPIES

En 2006, Warren Buffett s'est engagé à donner 99 % de sa fortune à des œuvres caritatives. En 2010, il lance, avec son ami Bill Gates, le mouvement The Giving Pledge, pour encourager les très riches à donner au moins 50 % de leur fortune de leur vivant ou à leur mort. Depuis, 137 milliardaires de 14 nationalités différentes ont répondu à leur appel. Warren Buffett totalise déjà plus de 23 milliards de dollars de dons à diverses fondations, dont celles de ses amis Bill et Melinda Gates, de son ex-femme et de ses enfants. Ce qui fait de lui le plus généreux philanthrope au monde avec Bill Gates.



**ANALYSE**

**Herman Brodie**

*Managing Director, Prospecta Limited*

# INVESTIR...

## SOURCE DE JOIES ET DE PEINES

*Il existe une énorme différence entre la façon dont les êtres humains sont supposés prendre des décisions financières et celle dont ils les prennent dans la pratique. Ce décalage est décrypté par une nouvelle discipline scientifique connue sous le nom de finance comportementale. Il semble que la nature humaine préfère certains choix d'investissement à d'autres pour des raisons totalement étrangères au risque ou à la performance.*

« Ça ne me dérange pas, de prendre certains risques, dit Philippe à son conseiller financier, mais je refuse de perdre un centime de mon argent ». Les modèles économiques traditionnels ne peuvent à eux seuls expliquer cette prise de position. Comment Philippe peut-il prétendre, d'un côté, être disposé à prendre des risques et, de l'autre, refuser de perdre de l'argent ? Toutefois, le conseiller a immédiatement compris que « zéro » - la ligne de démarcation entre les gains et les pertes - recouvre un sens très spécial pour la plupart des gens. Même si les chiffres de chaque côté de cette ligne sont numériquement identiques, nous ne les percevons pas comme tels. Il s'agit là d'une des constatations essentielles de la finance comportementale, une nouvelle discipline de recherche

qui exploite les études des soixante dernières années dans le domaine de la psychologie afin de parfaire notre compréhension des consommateurs, des épargnants et des investisseurs. L'une des publications les plus renommées de cette discipline est une étude publiée en 1979 par les deux psychologues Daniel Kahneman et Amos Tversky. Elle décrit la nature asymétrique de la perception de l'être humain lorsqu'il porte une appréciation sur des résultats financiers potentiels. De manière générale, nous ressentons la perspective d'une perte avec deux fois plus d'intensité que celle d'un gain de même valeur pécuniaire. Ainsi, perdre 100 euros nous procure deux fois plus de peine que gagner 100 euros nous remplit de joie.



**REPRÉSENTATION ASYMÉTRIQUE  
DES GAINS ET DES PERTES**

Une autre conclusion de leur étude, intitulée *Prospect Theory* (la théorie des perspectives), a trait à la façon dont nous évaluons les probabilités.

D'après cette étude, nous accordons une importance variable à la probabilité d'une modification d'un point de pourcentage, selon sa situation sur une échelle entre l'« impossibilité » et la « certitude ». Ainsi, nous marquons une préférence disproportionnée pour des résultats certains par rapport à des résultats probables. De ce fait, nous serions généralement prêts à payer plus pour une modification d'un point de pourcentage dès lors que la probabilité d'un résultat passe de 99 % à 100 % plutôt que de 98 % à 99 %. Nous avons également tendance à considérer les très faibles probabilités plus vraisemblables qu'elles ne le sont en réalité. Si cette très faible probabilité est positive, comme par exemple décrocher le gros lot à la loterie du week-end prochain, nous aurons alors

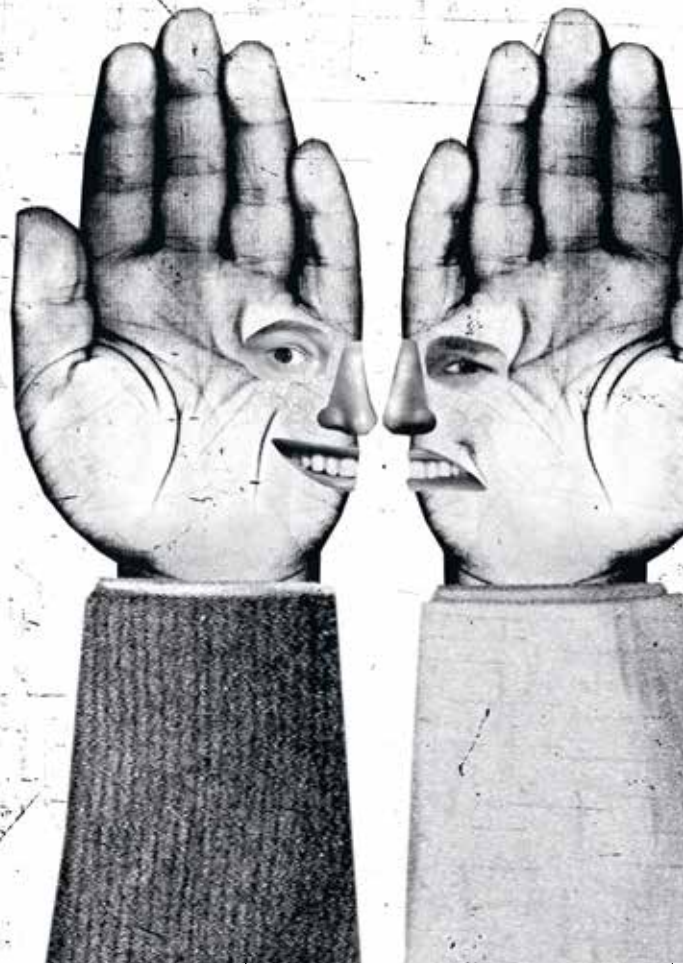
tendance à estimer nos chances de gagner beaucoup plus grandes qu'elles ne le sont et à trop payer pour la possibilité d'y participer. À l'inverse, si cette même très faible probabilité se trouve être négative, comme par exemple trouver la mort dans un accident d'avion, nous montrerons alors une crainte exagérée à son égard et paierons trop pour nous assurer.

**DES COMPORTEMENTS  
SYSTÉMATIQUES**

Les tendances humaines révélées par la recherche en finance comportementale sont systématiques par nature. En d'autres termes, les êtres humains se comportent de la même façon, au même moment et en réaction à la même impulsion. Si notre comportement était aléatoire ou idiosyncrasique, cela importerait peu, dans la mesure où la préférence subjective d'une personne neutraliserait probablement le biais opposé d'une autre. C'est ce que désigne l'expression « la sagesse des foules » : la capacité troublante d'un grand

## LA NEUROPSY- CHOLOGIE

Les toutes dernières avancées dans la finance comportementale relèvent de la sphère de la neuropsychologie. Des sujets ont ainsi été placés dans des appareils d'imagerie par résonance magnétique (IRM) et l'activité de leur cerveau a été observée pendant qu'ils prenaient des décisions financières. Parmi les premières observations figurait la suivante : notre « raisonnement » se fait automatiquement. Notre cerveau parvient à de nombreuses conclusions sans le moindre effort conscient. Les neuropsychologues ont également découvert que le fait d'aimer ou de vouloir quelque chose relevait de deux activités distinctes. C'est là une découverte importante en ce sens que l'économie classique a toujours tenu pour acquis que nous voulions ce que nous aimions et qu'en mesurant notre propension à payer, c'est-à-dire le fait de vouloir, on évaluait indirectement le fait d'aimer. En réalité, le fait d'aimer se produit dans le système nerveux du plaisir et de la douleur, tandis que le fait de vouloir relève du système de motivation. Une des révélations les plus surprenantes de la neuropsychologie n'est en fait pas liée aux tests eux-mêmes, mais aux réactions du cerveau des sujets entre les différentes expériences. À la seconde même où une expérience avait pris fin, ils revenaient à un mode « par défaut » qui est obsédé par le réseautage social. Il semble que nous nous tracassions constamment à propos de la façon de gagner l'approbation et la reconnaissance sociale de ceux qui nous entourent. Contrairement à un autre pré-supposé clé de l'économie classique, l'être humain ne cherche pas simplement à maximiser sa consommation. Avant toute chose, nous sommes des êtres sociaux.



## POINT DE VUE DE LA BANQUE DE LUXEMBOURG

La Banque de Luxembourg s'intéresse depuis plusieurs années aux nombreux enseignements tirés de la recherche en finance comportementale. Les biais comportementaux, identifiés par cette discipline relativement récente de la finance académique, nous affectent tous en tant qu'investisseurs, aussi bien particuliers que professionnels. Bien les comprendre permet de mieux les appréhender et conduit à une prise de décision plus optimale tant au niveau de la gestion de portefeuille que du conseil en investissement.

nombre de concurrents à estimer correctement une valeur inconnue. L'expérience la plus célèbre en la matière est celle menée par l'anthropologue Francis Galton, à l'occasion de la foire agricole de Plymouth, il y a plus d'un siècle de cela, au moment où les visiteurs sont parvenus collectivement à deviner le poids réel d'un bœuf. En l'absence d'élément systématique dans les conjectures, les estimations élevées ont ainsi contrebalancé les estimations basses, tant et si bien que la moyenne s'est trouvée être le bon poids. De la même façon, s'il était demandé à un grand nombre de personnes de choisir un chiffre entre 1 et 9, la moyenne s'établirait à 5. Toutefois, si pour une raison étrange, de nombreuses personnes montraient simplement une préférence pour le chiffre 8, la moyenne serait alors supérieure à 5. Et peu importe le nombre supplémentaire de personnes à choisir un chiffre, la moyenne serait systématiquement supérieure à 5. Ainsi, dès lors qu'un biais est systématique, il ne disparaît



### LA FINANCE COMPORTEMENTALE

consiste à appliquer la psychologie à la finance en étudiant le comportement des investisseurs lors de leurs prises de décision. Née il y a une trentaine d'années, cette théorie a été reconnue officiellement en 2002 avec la remise du prix Nobel d'économie à ses deux pères, Daniel Kahneman et Vernon Smith.

pas sous l'effet de l'agrégation : le biais qui est manifeste au niveau individuel sera tout aussi patent au niveau du groupe. Dans la mesure où le comportement des investisseurs est systématique, ils vont alors avoir tendance à agir de la même manière, ou à témoigner d'un esprit grégaire, même s'ils n'ont aucune connaissance des décisions de chacun des autres.

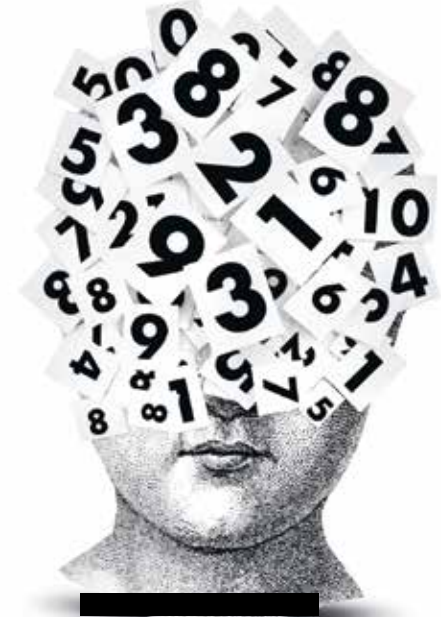
### AVERSION AUX PERTES

Si l'on combine les deux principales affirmations de la théorie des perspectives - la représentation asymétrique des gains et des pertes, et l'importance inégale des probabilités -, de nombreux aspects du comportement des investisseurs deviennent plus compréhensibles. Par exemple, l'on comprend mieux la raison pour laquelle les investisseurs paient autant pour se protéger d'un krach du marché actions. Une chute soudaine et de grande ampleur des cours des actions est un exemple d'événement à faible probabi-

lité, ce qui explique que les investisseurs ont tendance à l'estimer plus probable qu'elle ne l'est en réalité. C'est pourquoi ils « assurent » leur portefeuille afin de le protéger contre une perte qui leur déplairait de manière disproportionnée. Cette assurance de portefeuille pourrait, par exemple, être obtenue en détenant en permanence des obligations très bien notées, des produits à capital garanti, des options de vente très en dehors de la monnaie, voire tout simplement en ne détenant pas du tout d'actifs risqués. Toutefois, il a été mis en évidence que toutes ces stratégies avaient pour effet d'amoinrir les performances à long terme des investissements.

La théorie des perspectives explique également l'intérêt suscité par les titres émis lors des introductions en Bourse (en anglais, *Initial Public Offering, IPO*). De telles émissions de titres sont généralement avant tout le fait d'entreprises relativement nouvelles dans des secteurs en plein essor. En conséquence, il existe de grandes chances pour que nombre d'entre elles ne parviennent pas à atteindre leurs ambitions élevées, ou même qu'elles fassent purement et simplement faillite. Toutefois, de très rares se comportent exceptionnellement bien. Ainsi, il existe aussi une composante « loterie » dans les IPO. Si les investisseurs surestiment la faible probabilité de voir une IPO être le prochain Google, ils auront tendance à surpayer la possibilité d'y prendre part. Ce faisant, il serait donc logique de s'attendre à des performances décevantes d'un investissement dans une IPO. C'est précisément ce que les travaux de recherche démontrent.

L'aversion aux pertes et l'importance divergente des probabilités ne sont là que deux des principales révélations de la finance comportementale ; il y en a beaucoup d'autres. Êtres humains, nous pourrions ne jamais être à même de corriger toutes nos failles en tant qu'investisseurs - elles font partie de notre nature, après tout. Mais, nous pourrions au moins cesser d'être surpris lorsque des choses étranges surviennent sur les marchés financiers. ■



## L'EFFET DE DISPOSITION

L'une des principales conséquences de notre évaluation asymétrique des gains et des pertes est connue sous le nom « d'effet de disposition ». Il s'agit là de la tendance parmi les investisseurs à vendre trop tôt des actifs qui enregistrent une plus-value et trop tard des actifs qui accusent des pertes. Elle survient parce que la peine qui accompagne la perte de quelque chose que nous possédons est deux fois plus intense que la joie du gain initial. Afin d'éviter cela, nous prenons nos bénéfices dès qu'une plus-value se présente. À l'inverse, les pertes sont ressenties si intensément que l'être humain répugne à les subir. Une autre conséquence de cette asymétrie se manifeste lorsque nous observons l'évolution des cours des titres. Si le cours du titre que nous détenons est orienté à la hausse, nous sommes satisfaits. Mais, s'il est orienté à la baisse et revient à son précédent niveau, nous sommes deux fois plus insatisfaits. Ainsi, même si le cours n'a pas évolué, nous nous montrons globalement quelque peu insatisfaits. Si un investisseur suit fréquemment le cours d'un titre, disons toutes les heures, il observera de nombreuses fluctuations insignifiantes de ce genre. Même si, au final, le cours n'a pas changé, il accumulera néanmoins un sentiment négatif. En règle générale, il se sent alors obligé d'agir afin de soulager sa peine, par exemple en passant des ordres alors même qu'aucune transaction ne se justifie.

### CONSEIL #1

Fixer à l'avance les conditions encadrant la réalisation d'une plus/moins-value et les respecter.

### CONSEIL #2

Ne pas suivre l'évolution des cours des actions trop fréquemment.

# LA MACHINE, CET ASSISTANT IMPARFAIT

*De par sa conclusion peu flatteuse, mais logique, la recherche en finance comportementale laisse ainsi entendre que nous, les êtres humains, sommes mal armés pour être de bons investisseurs. Les marchés financiers nous mettent précisément en présence de ce que nous détestons : courir le risque de subir des pertes, devoir composer avec l'incertitude, porter notre attention sur des résultats qui ne prendront forme que dans un avenir lointain, ou simplement admettre notre impuissance dans un univers en grande partie aléatoire. Aussi, ne vaudrait-il pas mieux retirer purement et simplement l'être humain de l'équation et laisser les machines investir à sa place ?*



L'investissement informatisé présente indéniablement des avantages. Les machines peuvent évaluer les différentes solutions d'investissement inlassablement et impartialement. Outre sa formidable puissance de calcul, un ordinateur est tout aussi enthousiaste, que les résultats de ses récents efforts aient été positifs ou négatifs. L'idée de remplacer des négociateurs humains par des négociateurs informatisés n'a pas échappé aux hedge funds. À la fin des années 1970, ils ont commencé à utiliser des modèles mathématiques afin de générer des signaux de trading au sein de divers actifs. Il est toutefois important de faire observer que l'ordinateur ne décidait pas seul de ce qu'il fallait acheter ou vendre ; les gérants de fonds fixaient les objectifs, élaboraient les stratégies d'investissement et formulaient les règles à respecter par l'ordinateur. La machine n'était ainsi guère plus qu'un réveil sophistiqué. Elle leur rappelait simplement, au moment opportun, qu'il convenait de faire ce qu'eux-mêmes avaient dit qu'ils allaient faire.

**NEUTRALISER LES BIAIS HUMAINS**  
L'analogie du réveil est utile pour démontrer la façon dont les ordinateurs peuvent

neutraliser les biais humains. Lorsque nous programmons le réveil avant d'aller nous coucher, nous sommes convaincus que le jogging que nous avons l'intention de faire avant le travail est bon pour notre santé. Certes, il pourrait faire froid ou pleuvoir dehors à cette heure-là le lendemain, mais nous nous y habituerions. Et oui, nos jambes pourraient être courbaturées tout de suite après, mais nous serions grandement récompensés de nos efforts à plus long terme. Toutefois, lorsque le moment est venu de quitter une couette douce et chaude pour se retrouver sur une chaussée dure et froide à l'aube, le plan peut subitement ne plus sembler aussi judicieux, après tout. Dans un tel moment, le réveil sert à rappeler à notre « moi » présent, court-termiste, ce que notre « moi » de la veille au soir, tourné vers l'avenir, considérait être le mieux. Il en va de même en matière d'investissement.

**PIQÛRE DE RAPPEL**  
Lorsque les marchés s'effondrent, que les perspectives économiques s'assombrissent et que la situation politique chancelle, les ingrédients pourraient être réunis pour faire tomber les cours de certains actifs à des niveaux très intéressants. Dans un tel moment, il pourrait sembler ne pas être une bonne idée d'acheter en raison de l'incer-

titude entourant l'avenir proche, ou parce que l'on a déjà eu à accuser des pertes, ou parce que tous les autres vendent. Mais le signal « d'achat » de l'ordinateur fait office de piqûre de rappel de ce que notre « moi » antérieur considérait être judicieux.

**RECONNAÎTRE, VERBALISER, ANTICIPER**

Aussi, pourquoi les « robots traders », les « robots investisseurs » et les « robots conseillers » n'ont-ils pas proliféré au cours des quarante dernières années ? Eh bien, pour la même raison qu'il y a plus de réveils cassés que de joggeurs disciplinés : savoir ce qu'il convient de faire n'est pas suffisant. Harry Markowitz, le père de la théorie moderne du portefeuille, savait comment construire un portefeuille efficient, mais a néanmoins lui-même concédé avoir des difficultés à y rester fidèle. C'est pourquoi il est également utile d'avoir quelqu'un à nos côtés pour nous guider et nous conseiller - un genre de coach personnel. Mieux qu'un simple réveil, un conseiller formé à la finance comportementale est à même de reconnaître, verbaliser et même anticiper les moments où nos biais à court terme peuvent nous causer du tort à long terme. La voie de la réussite passe non seulement par les bons signaux, mais également par les bonnes décisions. ■

**« le signal "d'achat" de l'ordinateur fait office de piqûre de rappel de ce que notre "moi" antérieur considérait être judicieux. »**

# UNE SIMPLICITÉ À CONTRE- COURANT



## CONVERSATION

**Guy Wagner**

Chief Investment Officer à la Banque de Luxembourg  
et administrateur-directeur de BLI –  
Banque de Luxembourg Investments

*Tenté par le conformisme et le suivisme, le secteur de la gestion peine souvent à se distinguer des indices de marché. Les équipes de BLI préfèrent sortir des sentiers battus et appliquer une méthodologie sobre qui porte ses fruits depuis longtemps.*

### **Quelles erreurs sont commises le plus souvent en matière de gestion de portefeuille ?**

**Guy Wagner :** Le secteur de la gestion d'actifs foisonne de théories dont le bien-fondé est souvent douteux : les marchés sont parfaitement efficaces, les actions s'apprécient toujours sur le long terme ; les obligations sont des placements sûrs et les marchés émergents, des investissements à risques. Ces théories peuvent fréquemment induire en erreur et peser sur l'évolution d'un patrimoine.

### **Pourquoi ces erreurs perdurent-elles ?**

**G. W. :** De nombreux gérants de fonds cherchent à se rassurer en reprenant à leur compte ces théories et s'interdisent de remettre en question le statu quo : ils préfèrent suivre le troupeau. Dans une certaine mesure, ceci a quelque chose

de rationnel : il met les gestionnaires de fonds à l'abri de la critique et protège leur emploi. Ce comportement fait cependant aussi peser des risques sur le capital de leurs clients. Il empêche notamment de se mettre à l'abri en cas de retournement à la baisse des marchés. De même, lorsque les marchés se redressent après un long mouvement baissier : en suivant le consensus, on renonce souvent à une bonne partie du potentiel de hausse.

### **Qu'entend-on par « gestion à contre-courant » ?**

**G. W. :** Une gestion à contre-courant consiste justement à ne pas suivre le consensus, les effets de mode ou les indices et à agir de manière différente de la majorité du marché. Une telle gestion est basée sur le bon sens. Elle part notamment du principe de base

que lorsque les marchés baissent, les actions deviennent plus attrayantes et inversement. C'est pourquoi, si les marchés s'effondrent, nous avons tendance à acheter ; s'ils montent fortement, à vendre. Nous n'investissons pas sur les marchés spéculatifs, même si les marchés peuvent rester irrationnels pendant longtemps. Autrement dit, nous faisons moins bien que les indices sur certaines périodes, mais sur le long terme, notre rendement est généralement supérieur.

### **Pourquoi adopter une approche de long terme ?**

**G. W. :** À l'instar de Warren Buffett, qui se demande toujours s'il serait prêt à acquérir l'ensemble de la société lorsqu'il achète une action, BLI considère que l'achat d'une action correspond à une prise de participation dans une entreprise. De même qu'un entrepreneur qui

prendrait une telle participation ne le ferait pas avec l'idée de la revendre six mois plus tard, BLI considère ses investissements comme des avoirs susceptibles d'être conservés pendant très longtemps.

#### Les résultats sont-ils au rendez-vous ?

**G. W. :** Nous avons commencé à élaborer cette méthodologie il y a vingt-cinq ans. Elle a ensuite été affinée pour aboutir à sa forme actuelle. Appliquée rigoureusement, elle produit des résultats positifs avérés. Les performances de nos fonds ne correspondent toutefois pas à celles des marchés. Les investisseurs doivent savoir que BLI se positionne sur la totalité d'un cycle d'investissement et que son approche prudente peut ne pas convenir à chaque investisseur. En cas d'envolée des marchés, ils captent en grande partie les mouvements de hausse, mais pas la totalité. En revanche, leurs pertes sont nettement moins sévères lorsque les marchés marquent le pas. Nous avons tendance à être parmi les premiers à acheter, mais aussi parmi les premiers à vendre.

#### Excluez-vous certains secteurs de votre univers d'investissement ?

**G. W. :** La pierre angulaire de l'idéologie d'investissement est la simplicité : n'investir que dans des valeurs que nous

comprenons, qui sont transparentes et liquides. Nous avons tendance à éviter les secteurs opaques, comme les services financiers et les services publics. Les établissements bancaires sont en effet des sociétés si complexes et de si grande taille qu'il est pratiquement impossible de les valoriser. Quant aux sociétés de services publics, leurs activités commerciales et leur capacité à générer des bénéfices sont aussi dictées par les desiderata du moment, par les gouvernements ou par les autorités de régulation en place. Nous essayons de ne pas nous laisser tenter par des instruments financiers complexes. Si nous ne comprenons pas la structure, si nous ne pouvons pas l'analyser ni en calculer la valeur, nous nous gardons bien d'investir.

“  
*Nous avons  
commencé  
à élaborer cette  
méthodologie  
il y a vingt-cinq  
ans.*  
”

#### Faut-il toujours préférer la simplicité à la nouveauté ?

**G. W. :** Le défi, pour le secteur de la gestion d'actifs, est de mettre en avant ses compétences sans recourir à l'hyperbole ni à la recherche constante de produits nouveaux et toujours plus sensationnels. Les termes « nouveau » ou « innovant » sont légion dans les supports de marketing. En revanche, la simplicité est particulièrement rare. Si rare, en fait, qu'elle est parfaitement à contre-courant.

#### Cette simplicité ne risque-elle pas de virer à la monotonie ?

**G. W. :** Si une méthodologie de gestion est basée sur des principes qui tiennent la route et a fait ses preuves, je ne vois pas pourquoi il faudrait la changer sous prétexte qu'elle serait monotone. BLI occupe rarement le devant de la scène dans les médias ; elle ne fait pas appel à des vedettes du métier pour gérer ses actifs. Elle ne lance pas non plus des fonds dans des secteurs à la mode. Contrairement à nombre de sociétés de gestion, BLI ne dispose pas d'appareil marketing onéreux pour communiquer autour de sa philosophie ou de ses fonds. Cela ne servirait pas les intérêts des clients de la Banque de Luxembourg, qui représentent environ 75 % de la clientèle BLI. ■

# GLOSSAIRE

## INVESTISSEMENT À CONTRE-COURANT



### Actions

Les actions sont des titres représentatifs d'une partie du capital de l'entreprise qui les émet. Elles rapportent généralement un dividende, issu de la distribution des bénéfices de la société, et donnent un droit de vote à leur détenteur lors de l'assemblée générale des actionnaires.



### Fonds d'investissement

Un fonds d'investissement regroupe l'épargne d'un grand nombre d'investisseurs qu'il place en actions, obligations et instruments du marché monétaire. Les fonds, gérés par des professionnels, permettent aux investisseurs d'effectuer des placements en titres même à partir de montants peu élevés. Grâce à la diversification des fonds, les investisseurs sont mieux protégés face à la volatilité des marchés qu'en investissant directement dans des instruments financiers spécifiques. En regroupant l'épargne de nombreux investisseurs, le gérant du portefeuille peut accéder à une large gamme de titre, auxquels des investisseurs individuels ne pourraient prétendre. Cette diversité induit une répartition des risques, tous les titres n'accusant pas des pertes en même temps. Au lieu d'investir directement dans des actions ou des obligations, certains fonds investissent aussi dans d'autres fonds afin de diversifier les placements ou d'accéder à des marchés plus éloignés ou complexes. C'est ce qu'on appelle les « fonds de fonds ».



### Investissements alternatifs

Il s'agit d'investissements autres que les placements traditionnels (actions, obligations, cash).



### Multigestion

Gestion d'un portefeuille dans le cadre d'un véhicule de placement unique (en général, un fonds d'investissement) donnant accès à des garants de fonds du monde entier, dûment sélectionnés. Grâce à une plus grande diversification, ce mode de gestion peut offrir un meilleur contrôle des risques que l'investissement dans un seul fonds.



### Obligations

Titres de créance émis par une entreprise ou un État en vue de financer ses investissements. L'emprunteur ou l'émetteur s'engage à rembourser à une date donnée tandis que le prêteur ou investisseur perçoit un coupon calculé d'après un taux d'intérêt préalablement convenu. Le capital est, en règle générale, restitué à l'échéance. À l'instar d'une action, une obligation peut être revendue pendant sa durée de vie. Certaines obligations sont proposées à des investisseurs désireux de conjuguer un revenu régulier et la préservation de leur capital.



### Volatilité

Elle mesure les fluctuations du cours d'une action ou d'un fonds. Plus la volatilité est élevée, plus le risque lié à l'investissement dans l'action ou le fonds est grand.



**Donovan Hawker**

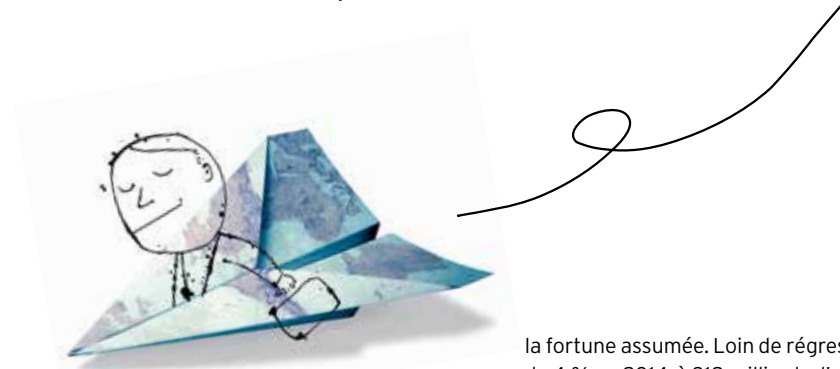
Conseil en développement,

Maître de conférences associé à l'université Paris-Sorbonne

# LE GRAND VOYAGEUR...

# & SON BANQUIER PRIVÉ

Progrès et défis de la gestion luxembourgeoise



la fortune assumée. Loin de régresser, les encours sont en hausse de 4 % en 2014, à 318 milliards d'euros, selon la dernière étude de la Commission de surveillance du secteur financier.

## LA TRANSPARENCE FISCALE MET EN ÉVIDENCE LES RÉELS ATOUTS DU LUXEMBOURG

Autour de lui, notre voyageur entend d'autres conversations entre clients et conseillers. Personne ne semble plus s'en cacher. Sa curiosité désormais piquée, il s'enquiert du secret de cette réussite. « *Tout le monde n'a pas su tirer son épingle du jeu, lui répond son banquier. Certains établissements ont fermé.* » Pourtant, face aux nombreuses mutations que continue de vivre le secteur bancaire à l'instar de l'économie mondiale, les banques privées luxembourgeoises font preuve d'agilité. La fin du secret fiscal, qui a fait couler tant d'encre, a permis à la place financière de mettre en évidence ses véritables atouts, voire d'en prendre réellement conscience. Le savoir-faire international, en matière d'ingénierie patrimoniale et de fonds d'investissement, notamment, se conjugue aux avantages que confère la stabilité du pays, aussi bien sur le plan politique qu'économique, réglementaire, fiscal ou social.

Vingt ans après, un grand voyageur revenant à Luxembourg ne reconnaît pas la ville. De la gare rénovée à l'heure du TGV au dynamique quartier d'affaires du Kirchberg en passant par les grues surplombant le centre-ville en pleine transformation, la capitale du Grand-Duché n'est plus la belle endormie d'autrefois. Elle vit désormais au rythme d'une population très active, majoritairement étrangère, enrichie des étudiants de sa jeune université, des spécialistes de l'e-commerce et de la technologie, des professionnels de la finance mondialisée. Notre voyageur averti a eu le flair de réserver sa chambre longuement à l'avance : car les hôtels, pourtant bien plus nombreux, sont aujourd'hui pris d'assaut.

Imaginons que ce grand voyageur soit aussi client d'une banque privée. Curieux de connaître l'évolution de son compte ouvert avant l'avènement de l'euro, il a enfin accepté l'invitation de son banquier. Encouragé peut-être par la campagne de publicité « Visit Luxembourg » vantant les trésors du pays, il refait un voyage qu'il considérait naguère comme bien banal. Reconnaît-il sa banque ? Hormis une coutumière hospitalité, il est sans doute bien surpris !

Lors du déjeuner dans un agréable restaurant sur les rives de l'Alzette, notre client de retour interroge son gestionnaire : « *Comment les banques privées, dont on croyait le succès lié au secret bancaire, ont-elles survécu au mouvement vers la transparence fiscale ?* ». Il apprend que, si de nombreux petits clients évasifs ont rapatrié leur épargne à la faveur d'une amnistie dans leur pays de résidence, les avoirs sous gestion continuent à augmenter au Luxembourg, grâce aux apports d'une clientèle internationale à

Pour autant, poursuit le banquier, d'importants défis restent à relever. À commencer par la réputation du pays, précisément. Trop de préjugés subsistent. Le Luxembourg reste souvent méconnu ou mal compris dans l'opinion internationale, parfois victime d'amalgames ou de critiques fondées sur des analyses partielles ou partiales. À vrai dire, la traditionnelle culture de discrétion des Luxembourgeois n'a pas non plus contribué à dissiper les malentendus ni à valoriser les atouts du pays. En revanche, la récente présidence de l'Union européenne exercée par le Luxembourg a souligné son profond respect des valeurs et règles européennes. Et les travaux visant à promouvoir le pays, baptisés « Nation Branding », commencent aussi à porter leurs fruits, en mettant l'accent sur la fiabilité, le dynamisme, l'ouverture et les capacités collaboratives des Luxembourgeois.

Pour le banquier, la réputation est une question de confiance. C'est un travail de longue haleine. La meilleure manière d'y parvenir ? Faire au mieux son métier, pour activer la prescription. La liste des défis s'allonge en conséquence...

### **DON D'UBIQUITÉ DIGITALE ET RESPECT DE LA SPHÈRE PRIVÉE: L'INJONCTION PARADOXALE DES CLIENTS**

« Vous êtes mon premier défi, déclare le banquier privé à son client, un peu décontenancé. Oui, vous voulez interagir avec nous, quelle que soit l'heure ou l'endroit où vous vous trouvez, via votre tablette ou votre mobile. » Selon une étude du Boston Consulting Group, plus de 80 % des clients placent leur expérience numérique parmi leurs principaux critères de satisfaction. Dans la pratique, il faut tenir les promesses d'un service digital extrêmement simple d'usage, tout en garantissant une sécurité technique et juridique accrue. Car le secret fiscal a beau avoir été levé, le respect de la sphère privée demeure fondamental. Il s'agit de préserver la confidentialité des informations sensibles, comme celles relatives à la santé, à la vie intime ou aux projets entrepreneuriaux des clients. La subtile distinction entre conformité fiscale et secret professionnel est devenue plus essentielle encore, à une époque où la cybercriminalité s'accroît. Et les conséquences en termes de gestion réglementaire, technologique et humaine sont loin d'être anodines.



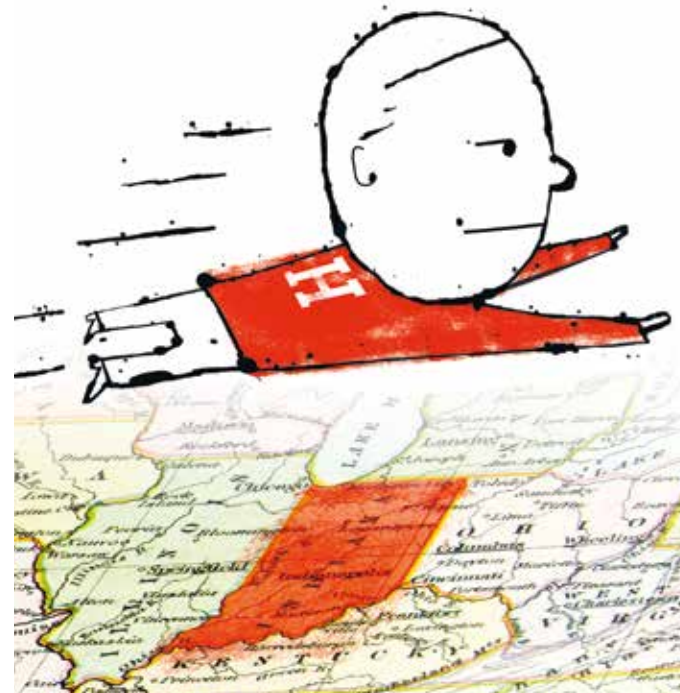
L'ubiquité des clients requiert aussi des compétences multilingues et une fine connaissance du contexte dans différents pays. Si elles traversent plus aisément les frontières, les familles européennes sont également confrontées à une plus grande complexité, liée aux subtilités des us et coutumes de chaque pays. Pour le banquier qui sert une clientèle internationale, il est devenu impératif de se conformer aux différents cadres juridiques locaux, et pas uniquement aux règles fiscales. Les banques privées luxembourgeoises développent des guides réglementaires précis pour chacun des pays où elles interviennent. Ce faisant, grâce à leurs offres transfrontalières, elles

permettent à leurs clients de bénéficier de la fameuse libre prestation de services bancaires, concrétisant ainsi l'une des avancées de l'Union européenne.

### **SOUS SURVEILLANCE, LES BANQUES APPLIQUENT UNE RÉGLEMENTATION EN CONSTANTE ÉVOLUTION**

De retour à la banque, le client nomade doit à son tour répondre à de nombreuses questions. L'imprimante semble cracher sans cesse de nouveaux formulaires à remplir et signer. « C'est qu'il nous faut rattraper vos années d'absence, lui confie le banquier. Et ce n'est pas fini! » Une nouvelle norme de transparence fiscale de l'OCDE, dite « CRS », pour Common Reporting Standard, doit s'appliquer dans l'Union européenne dès 2017 pour les données de 2016. Elle étend l'échange d'informations, au-delà des revenus d'intérêt, à tous les revenus bruts et produits financiers, dont les dividendes et plus-values. Par ailleurs, la quatrième directive anti-blanchiment va instaurer un registre des bénéficiaires économiques d'une société et fera de la fraude fiscale une infraction primaire devant être déclarée et dénoncée d'office aux autorités. Comme le Luxembourg figurera parmi les premiers pays à transposer ces nouvelles règles, les banquiers doivent s'appliquer à garantir une parfaite conformité à leurs clients.

Et puis Mifid II approche. Derrière cet acronyme se cache la nouvelle version de la



directive sur les marchés financiers, qui doit entrer en application en 2018. La réforme vise à mieux protéger l'épargnant, notamment en renforçant la transparence concernant le mode de rémunération des services financiers. Elle aura des répercussions importantes, pour les banques privées, qui devront remplacer les commissions qu'elles perçoivent de la part des gestionnaires d'actifs pour distribuer leurs fonds. C'est l'occasion de souligner auprès des clients la valeur ajoutée du conseil et des services, en les distinguant de la performance des produits financiers. « Vous serez rassuré par l'application rapide d'une directive conçue dans votre intérêt! »

### **RETOUR AUX FONDAMENTAUX: QUAND LE BANQUIER RÉINVENTE LA GESTION**

« Et avec tout ça, comment évolue mon patrimoine ? », ose enfin s'enquérir le client. « Sur 20 ans, vous serez satisfait », le rassure le banquier. Mais vous ne serez pas non plus étonné d'entendre qu'il est devenu plus difficile de générer du rendement. L'environnement de taux bas pèse lourdement tant sur les performances de gestion pour les clients que sur les revenus des banques, en grande partie liés aux

marges d'intérêt. Cette situation encourage les banques à rechercher de nouvelles opportunités d'investissement, comme le private equity ou l'impact investing, mais aussi à innover au sein des organisations et dans les relations avec leurs clients, en profitant notamment du potentiel du digital banking et des nouvelles technologies. Et en développant les activités de crédit, justement, ainsi que de nouveaux services à forte valeur ajoutée, sur le modèle des family offices. « Ouh la! Il va falloir m'expliquer tous ces anglicismes! », s'exclame le voyageur, pourtant polyglotte.

Autre défi? Garantir la qualité de l'ingénierie patrimoniale, qui constitue l'un des principaux avantages concurrentiels de la gestion luxembourgeoise. Ces solutions optimisent la détention ou la transmission d'un patrimoine souvent situé dans différents pays, qu'il s'agisse d'un patrimoine mobilier, immobilier, d'œuvres d'art, ou bien encore d'une entreprise. Les contrats d'assurance-vie et les structures dédiées permettent de répondre à une volonté de

compartimenter ses actifs et de diversifier ses risques. Afin de soutenir de façon pérenne les projets de ses clients, l'enjeu, pour la banque privée, est de maintenir un haut niveau de technicité, dans le respect des règles européennes et internationales.

« Le dernier défi, c'est nous! », conclut le banquier. Répondre aux demandes de plus en plus complexes des clients requiert des conseillers qualifiés, compétents pour traiter des problématiques internationales. À ce titre, le master in wealth management créé en 2013 avec la Luxembourg School of Finance vise à former une nouvelle génération de banquiers privés venus des quatre coins du monde. La prochaine étape sera la mise en place d'une certification pour tous les conseillers en banque privée de la Place en collaboration avec l'université, afin de positionner le Luxembourg comme un centre d'excellence sur la scène internationale.

« Luxembourg sur la scène internationale! Décidément, les surprises surgissent rarement là où on les attend » pense le grand voyageur en prenant congé de son banquier privé. ■

**« Luxembourg sur la scène internationale! Décidément, les surprises surgissent rarement là où on les attend »,**

pense le grand voyageur en prenant congé de son banquier privé.





**Philippe Ferreira**  
Stratégiste, Lyxor Asset Management



# ABSOLUTE RETURN

La gestion *absolute return*, adoptée de longue date par les investisseurs institutionnels, reste relativement méconnue des investisseurs privés. Autrefois opaque, elle offre aujourd'hui des solutions de diversification plus transparentes, liquides, et régulées. Philippe Ferreira revient sur les principales stratégies de cet univers très hétérogène et leur intérêt dans le contexte actuel de valorisation élevée des classes d'actifs traditionnelles.

Après six ans de progression quasiment ininterrompue, les valorisations dorénavant tendues des marchés actions plaident pour des rendements attendus inférieurs à leurs moyennes historiques. La cherté des marchés obligataires est davantage patente. Les assouplissements monétaires quantitatifs ont en effet poussé les taux d'intérêt des dettes souveraines des pays développés aux taux les plus bas jamais observés, notamment en Europe. Ces éléments ont des implications profondes pour

la gestion de portefeuille. D'une part, la volatilité des actions est susceptible d'être plus élevée à l'avenir et, d'autre part, la faiblesse généralisée des rendements remet en question le statut de valeur refuge des placements à revenus fixes. De fait, les besoins de diversification des investisseurs ont rarement été aussi importants. La gestion alternative, en particulier les stratégies *absolute return*, peut répondre à ce défi. La gestion alternative est une classe d'actifs offrant des propriétés de diversification par rapport aux actifs traditionnels. Cette classe d'actifs est vaste. Elle comprend notamment le private equity, les actifs dits « réels » (infrastructure, immobilier) et, enfin, la gestion dite « absolute return ». Cette dernière offre aujourd'hui une meilleure liquidité pour satisfaire les besoins des investisseurs en période de stress de marché. En parallèle, elle a opéré une mutation profonde au cours des dernières années : les frais de gestion et de performance ont fortement baissé et l'offre de fonds régulés et liquides s'est fortement accrue dans le cadre des réglementations UCITS<sup>1</sup> et AIFMD<sup>2</sup>. La gestion *absolute return*, dont l'objectif est la délivrance de rendements indépendants de tout indice de référence, se caractérise par la faible volatilité de ses performances. Elle présente, en outre, un couple rendement-risque favorable sur le long terme. Cet univers est néanmoins très hétérogène. Nous présentons ci-dessous les principales stratégies et leurs caractéristiques.

◆ **Les stratégies long/short equity** arbitrent les titres de sociétés cotées. L'idée sous-jacente consiste à combiner au sein d'un même portefeuille des positions « longues » (« long » ou « à l'achat ») sur des titres de sociétés considérées comme sous-évaluées et des positions « vendeuses » (« short » ou « vente à découvert ») sur des titres de sociétés surévaluées. L'exposition au marché de ce type de portefeuille peut varier fortement, en fonction des proportions de positions « long » et « short ». Un fonds est considéré comme ayant un biais long si le total des positions « long » excède

## POINT DE VUE DE LA BANQUE DE LUXEMBOURG



Croissance économique structurellement affaiblie, faiblesse généralisée des taux d'intérêt... autant d'éléments plaçant pour une sélection judicieuse des actifs composant un portefeuille. À ce titre, les stratégies *absolute return*, grâce à une faible corrélation avec les actions et les obligations, trouvent pleinement leur place au sein d'un portefeuille diversifié. Plus ce dernier sera exposé à des classes d'actifs décorrélées, plus sa volatilité pourra être réduite pour un niveau de rendement attendu. En outre, sa performance sera nettement moins dépendante du timing de l'investissement. Enfin, ces stratégies offrent dorénavant une transparence et une liquidité accrues, deux éléments essentiels à la maîtrise des risques.

celui des positions « short », et inversement. Un fonds peut également avoir une exposition nulle au marché, c'est-à-dire que la somme des positions long et short se compensent, on parle alors de « market neutral ».

◆ **Les stratégies d'arbitrage de taux**, long/short credit, et de convertibles regroupent l'ensemble des gérants qui visent à tirer profit des inefficiences présentes sur les produits liés aux taux d'intérêt : obligations, prêts hypothécaires, contrats à terme, options, obligations convertibles, etc.

◆ **Les stratégies dites « Macro »** cherchent à tirer profit des tendances macro-économiques telles que les cycles économiques, les mouvements de capitaux, et autres

événements pouvant influencer le prix des actifs. Les gérants adoptent généralement une approche globale et multi-actifs (actions, matières premières, obligations, devises, etc.). Parmi ces stratégies, il convient de distinguer les « CTA » (ou « Managed futures ») et les « Global Macro ». Les CTAs traitent des titres liquides (très souvent des futures) sur un large spectre de classes d'actifs et de zones géographiques. La méthodologie d'investissement est principalement systématique, basée sur l'analyse statistique de données et sur une approche technique de suivi de tendances (à la hausse comme à la baisse). Les global macro ont, pour leur part, une approche d'investissement davantage discrétionnaire, basée sur une approche plus fondamentale, bien que celle-ci puisse également être complétée par une approche technique.

◆ **Finalement, les stratégies dites « event-driven »** sont des stratégies qui vont allouer du capital en fonction d'événements impactant la vie des entreprises. Ces événements peuvent être une fusion-acquisition, une cession d'actifs, une restructuration, le lancement d'une campagne activiste pour le versement de dividendes ou le rachat d'actions, etc. Les stratégies event-driven peuvent être investies en actions et/ou en obligations d'entreprises. En conclusion, la gestion *absolute return* présente aujourd'hui des attraits certains compte tenu, notamment, du contexte macro-économique. Grâce à une liquidité, une transparence et une régulation accrues, la gestion *absolute return* s'intègre dorénavant parfaitement au sein d'un portefeuille diversifié et doit être prise en compte lors de l'allocation stratégique d'actifs. ■

<sup>1</sup> L'UCITS, ou Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities, est une directive européenne visant à réglementer les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et les fonds de placement qui peuvent être vendus au public.

<sup>2</sup> AIFMD, ou Alternative Investment Fund Managers Directive, est une directive européenne qui vise à fournir un cadre réglementaire et de surveillance harmonisé pour les gestionnaires de fonds alternatifs.



## RENCONTRE

**Jérémie Delecourt**  
Ardian, Membre du Comité Exécutif,  
Head of Corporate and International  
Development

MIEUX COMPRENDRE LE

# PRIVATE EQUITY

*Le capital investissement, ou private equity, désigne une forme d'investissement institutionnel dans des entreprises privées avec comme objectif de financer leur développement, leur transformation et leur expansion. Il s'agit d'un acteur primordial du financement des entreprises non cotées. Ces dernières constituent une immense partie du tissu économique européen. Explications avec Jérémie Delecourt, d'Ardian, société d'investissement privée indépendante qui gère 55 milliards de dollars d'actifs en Europe, en Amérique du Nord et en Asie.*



Le private equity se positionne comme un partenaire de long terme, investissant dans le capital d'entreprises non cotées en Bourse, aux côtés d'entrepreneurs qui cherchent à financer leurs projets de développement.

Les principaux autres acteurs du financement des entreprises sont traditionnellement les banques et les marchés de capitaux. Toutefois, de nouvelles contraintes ont été imposées aux banques ces dernières années: ratios prudentiels à respecter de plus en plus élevés, réglementations de plus en plus contraignantes.

En parallèle, la volatilité des marchés de capitaux et les contraintes qu'entraîne une cotation effraient parfois les diri-

geants. Tous ces éléments ont favorisé le développement du private equity comme un acteur socioéconomique essentiel de l'économie européenne, dont le rôle et l'impact se mesurent en termes de croissance, de création de richesse et d'emploi.

### EN QUOI LE PRIVATE EQUITY DIFFÈRE-T-IL DE L'ÉMISSION DE TITRES FINANCIERS ?

**Jérémie Delecourt:** À la différence des titres boursiers, les participations engagées par le private equity ne sont pas cotées, mais détenues par des fonds spécialisés. Ces fonds conservent leurs parts dans ces entreprises en portefeuille jusqu'à ce que les objectifs d'investissement aient été atteints, sur une période

allant généralement de cinq à huit ans. Ils les revendent ensuite à des acheteurs industriels ou financiers, ou les introduisent parfois en Bourse. Le capital souscrit dans des fonds de private equity est donc immobilisé sur une période relativement longue de par la nature des investissements réalisés.

L'investisseur en private equity se distingue également par son implication aux côtés des entreprises de son portefeuille. Son métier est d'accompagner les entreprises dans leur développement, en leur apportant des capitaux qui leur permettent de croître sur de nouveaux marchés en accord avec leur stratégie. Il met ses équipes et ses conseils spécialisés à disposition des entrepreneurs qu'il

→





accompagne pour gérer la concurrence, la réglementation, les risques environnementaux et sociaux, les nouveaux marchés à conquérir, la fluctuation du prix des matières premières, ou encore le financement de nouveaux équipements et d'infrastructures. C'est d'ailleurs pour cette raison que l'horizon d'investissement est plus long : il correspond généralement au temps nécessaire pour que l'entreprise puisse utiliser les fonds nouvellement investis sur un projet de développement et perçoive les fruits de cet investissement. Cet investissement dépend également du cycle propre à l'industrie en question. Les fonds étant investis pour une longue durée, le capital investissement utilise par nature des fonds qu'on appelle « fermés », d'une durée de vie de dix à douze ans. Les investisseurs ne peuvent y souscrire que durant les premiers mois suivant son ouverture. Une fois la taille cible atteinte, le fonds est « fermé » et n'accepte plus de nouveaux investisseurs. L'équipe d'investissement peut ainsi se consacrer à l'acquisition d'entreprises, à leur suivi, puis à leur cession. Il n'est en principe pas possible de se désengager de son investissement avant la fin de la

vie du fonds. Les participations dans des fonds de private equity sont donc moins liquides que les titres boursiers. Cette spécificité est essentielle afin d'assurer un financement pérenne des sociétés en portefeuille.

#### QUELS SONT LES INVESTISSEMENTS RÉALISÉS PAR LES FONDS DE PRIVATE EQUITY ?

**J.D. :** Il existe différents types de fonds de private equity, qui permettent de couvrir les besoins des entreprises selon leur stade de développement. En effet, une entreprise qui vient d'être créée n'a pas les mêmes besoins et n'offre pas le même profil de risque-rendement qu'une entreprise de taille moyenne ou plus grande.

◆ **Les fonds de capital-risque (venture capital)** investissent dans des start-up innovantes, généralement dans des domaines tels que les technologies de l'information, les biotechnologies ou encore les énergies propres. Au début de sa vie, une entreprise peut faire appel à ces fonds à différents stades de son développement, et donc avoir plusieurs fonds présents à son capital. Ceux-ci fournissent un financement mais aussi une aide opé-

rationnelle et stratégique pour soutenir le développement. Ces investissements sont par essence les plus risqués, mais reposent sur une espérance de croissance exceptionnelle.

◆ **Les fonds de LBO (autrement appelé buyout)** investissent dans des entreprises plus mûres, dans tous les secteurs de l'économie. Les transactions sont généralement structurées à travers l'utilisation de dettes, qui offre un effet de levier et donc un meilleur rendement pour l'investissement. Après l'acquisition, les fonds de LBO aident le management de l'entreprise à créer de la valeur grâce à des initiatives variées, qui vont de l'amélioration de l'efficacité opérationnelle à une réflexion sur le positionnement stratégique, en passant par l'optimisation des flux de trésorerie.

Les fonds de venture capital et de LBO sont des fonds d'investissement direct, c'est-à-dire qu'ils investissent directement dans des entreprises. Le nombre d'entreprises dans un portefeuille direct peut aller de dix à trente, suivant la stratégie du fonds et la taille des entreprises ciblées. Ce nombre limité illustre bien le travail qui doit être fourni par les équipes

d'investissement pour choisir chaque entreprise et l'accompagner pendant son développement. Alternativement, un investisseur peut choisir d'investir en fonds de fonds de private equity. Cette expertise lui donne accès à un grand nombre de fonds directs pour ainsi construire rapidement une allocation en private equity, tout en s'assurant une bonne diversification. Il existe trois types de fonds de fonds :

◆ **les fonds de fonds primaires**, qui investissent dans des fonds directs pendant leur période de levée,

◆ **les fonds de fonds early secondaires**, qui rachètent des intérêts dans des fonds directs peu matures, investis à moins de 50 %,

◆ **les fonds de fonds secondaires**, qui rachètent des intérêts dans des fonds directs déjà largement engagés, ou peuvent racheter des portefeuilles de participations directes dans des sociétés non cotées.

#### PEUT-ON DIRE QUE LE CAPITAL INVESTISSEMENT EST UN INVESTISSEUR RESPONSABLE ?

**J.D. :** Nous contribuons à construire les infrastructures de l'Europe et défendons les bijoux industriels nationaux. Nous accompagnons nos sociétés en portefeuille dans leur stratégie de développement, en finançant leurs investissements et en les conseillant dans leur gestion d'entreprise afin de participer à une création de valeur

pérenne. Notre action d'investisseur a donc un impact direct sur les PME et peut les aider à créer plus d'emplois et à financer leurs innovations. L'investisseur en private equity peut également avoir un fort impact sur les bonnes pratiques de l'entreprise dont il est actionnaire.

Chez Ardian, la notion de responsabilité en tant qu'investisseur est omniprésente. Nous sommes notamment sensibles à la prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) par les entreprises de nos portefeuilles : nous auditons ces aspects tous les ans et encourageons nos entreprises à s'améliorer d'année en année. Ainsi, l'une de nos sociétés a réduit la fréquence des accidents du travail de 13 % sur une période de trois ans. Une autre l'a divisée par dix en cinq ans (dans le même temps, l'entreprise avait triplé de valeur). Nous nous engageons également pour un partage de la valeur créée avec les employés des entreprises dans lesquelles nous avons investi - jusqu'à 5 % de nos gains en capital. Cette politique est en place depuis 2008 et a déjà profité à plus de 7 200 employés de douze entreprises européennes.

#### QUELLES SONT LES ATTENTES DES INVESTISSEURS ?

**J.D. :** Les attentes des investisseurs ont beaucoup évolué ces dernières années. Quand le métier a émergé, il y a une trentaine d'années, le private equity attirait

les investisseurs principalement pour son profil de rendement-risque élevé. Aujourd'hui, le haut niveau de performance reste une de leurs principales attentes, mais cela n'est plus suffisant. Tout d'abord, les investisseurs nous demandent d'être transparents sur nos activités d'investissement et de leur fournir une proximité importante pour pouvoir suivre leurs placements au mieux. En parallèle, ils examinent de plus en plus le sérieux de nos méthodes de travail et de nos procédures, notamment en termes de gestion du risque. Notre profession est contrôlée de façon assidue par les régulateurs tels que l'Autorité des Marchés Financiers, en France, ou la Commission de Surveillance du Secteur Financier au Luxembourg. Mais les exigences de certains de nos investisseurs vont parfois bien au-delà de celles de nos régulateurs, et elles ont eu un impact très positif sur les pratiques de notre profession. ■

### POINT DE VUE DE LA BANQUE DE LUXEMBOURG

L'investissement dans des sociétés non cotées se révèle tout à fait pertinent pour une clientèle fortunée et avertie, à la recherche d'une diversification de ses avoirs au-delà des classes d'actifs traditionnelles. Ces investissements offrent, en effet, des perspectives de rendements très attrayants, qui vont de pair avec leur risque et leur niveau de sophistication élevés. Mais il est primordial de ne pas s'y aventurer sans s'y faire accompagner de partenaires réputés qui disposent de toute l'expérience et l'expertise requises dans le domaine très prisé du capital investissement.

**« Auparavant, le private equity attirait les investisseurs principalement pour son profil de rendement-risque élevé. Aujourd'hui, le haut niveau de performance reste une de leurs principales attentes. »**



## RENCONTRE

Olivier de Guerre  
Président de PhiTrust



# — IMPACT INVESTING

Du marketing ou une évolution fondamentale de l'art d'investir ?  
—

**Identifier les impacts environnementaux et sociaux liés aux investissements réalisés: c'est l'objectif des fonds d'impact investing, un segment en plein essor aux États-Unis et en Europe. Ces produits d'investissement responsable changent la donne, pour l'investisseur, qui se retrouve face à des stratégies de placement très différentes et des impacts difficiles à évaluer ou à comparer.**

Aujourd'hui, de nombreuses banques ou sociétés de gestion proposent des produits d'investissement qualifiés d'impact investing, car elles investissent dans les pays émergents ou dans les secteurs susceptibles de répondre aux enjeux sociaux et environnementaux actuels. Leurs motivations à l'égard de l'impact investing sont les mêmes que celles des fonds qui investissent dans des PME

car « elles sont créatrices d'emplois » ou des fonds qui allouent une partie de leur rendement à des associations... Sans vouloir polémiquer, il est difficile aujourd'hui, pour un investisseur, de s'y retrouver tant la variété des propositions, des rendements attendus et des risques associés est large. Certains se demandent même si les fonds de capital investissement dans les PME africaines se prévalant d'être des *impact investments* ne sont pas en réalité des arguments marketing pour vendre plus!

**CONCILIER RENTABILITÉ FINANCIÈRE ET IMPACT SOCIAL**  
Dans le cadre du G8, le groupe de travail G8 social impact investing task force, qui regroupe des professionnels des pays du G7 (hors Russie) sous la présidence de Sir Ronald Cohen, s'est mis d'accord pour définir l'impact investing comme étant →



« **Aujourd’hui, il est possible de concilier impact et rendement financier.** »

**une démarche d’investissement dans toute classe d’actifs qui privilégie « l’intention » d’avoir un impact social et/ou environnemental.**

Ainsi, un investisseur qui choisit une stratégie économique et financière qui est aussi créatrice d’emplois n’est pas forcément un investisseur *impact*. En revanche, s’il inves-

tit dans une stratégie qui vise avant tout à résoudre une problématique d’emploi, il pourra être qualifié *d’investisseur impact*. De même, un investisseur qui construit une clinique en Afrique peut répondre à un besoin social, mais c’est son intention première (financière et/ou sociale), qui détermine le caractère *impact investing* de son investissement. C’est donc bien

l’intention d’avoir un impact social ou environnemental, qui définit la stratégie d’investissement, cette intention pouvant se réaliser sous une contrainte financière (être rentable...). Cela signifie, cependant, que la contrainte financière n’implique pas des choix stratégiques ou économiques au détriment de l’intention d’avoir un impact. Cette définition, jugée trop stricte par certains, est à notre sens fondamentale pour que les fonds *d’impact investing* ne deviennent pas une offre marketing déployée face aux problématiques actuelles. Elle implique de la part des gestionnaires de fonds *d’impact investing* d’être très clairs dans leur intention et de mesurer le résultat de cette intention. Ce qui nécessite le développement d’outils de

mesure d’impact pour bien identifier les progrès réalisés et en informer les investisseurs. Un point sensible, aujourd’hui, car il n’existe pas encore de méthodologie reconnue pour mesurer cet impact (le Global impact investing network en a identifié plus de 150...), et ce, alors que ce type de stratégie implique par construction d’informer les investisseurs de la stratégie des fonds dans lesquels ils investissent.

**CHANGER LES PRIORITÉS: UNE DÉCISION LOURDE DE SENS**

L’exemple de la microfinance illustre bien cette dichotomie entre des fonds qui ne recherchent qu’un rendement financier et ceux qui cherchent à accompagner et à soutenir la croissance des sociétés de microfinance, visant à aider les populations les plus défavorisées à accéder à des services financiers et bancaires.

Ces nouvelles stratégies modifient fondamentalement l’acte d’investissement car la décision d’investissement n’est avant tout pas financière, ce qui crée trois paradoxes.

♦ **Le regard de l’investisseur**

Les fonds d’investissement privilégiant la stratégie d’impact social ou environnemental dans leur analyse des dossiers entrent dans une discussion stratégique avec les porteurs de projet et les dirigeants d’entreprise. Cette approche élargit considérablement l’analyse et aide à comprendre les motivations et les objectifs de l’équipe portant le projet ou l’entreprise. Au-delà, cette approche permet de développer un rapport très différent entre l’apporteur de capitaux, l’ensemble des collaborateurs et les dirigeants de l’entreprise. Car l’investisseur est plus qu’un investisseur « financier » qui recherche un rendement : il devient un partenaire sur lequel l’équipe peut s’appuyer. Un partenaire en quête d’un projet ou d’une entreprise qui apporte une réponse à un enjeu social et/ou environnemental.

L’intention est bien de résoudre un problème tout en faisant en sorte que l’ensemble des parties prenantes (clients,

salariés, fournisseurs, investisseurs) y trouvent un intérêt social, financier... Nous avons ainsi financé plusieurs projets portés par des entrepreneurs sociaux confrontés à des problèmes importants. À l’époque où seul le financier primait, ces projets n’auraient pas vu le jour compte tenu de leur situation financière. Les investisseurs présents autour de la table étaient tous motivés par *l’intention d’impact*. Guidés par cette finalité d’impact, ils ont permis à ces projets de se poursuivre, conduisant ainsi au redressement et au développement de l’entreprise.

♦ **La relation au temps**

Elle n’est plus la même, le retour sur investissement étant important mais plus primordial. Avec le temps, les équipes ont plus de latitude pour développer des projets difficiles, porteurs de l’enjeu de la TPE/PME, mais aussi de celui de l’intention sociale... Avec, à la clé, un double challenge social et économique...

♦ **Le risque plus faible qu’attendu**

Dans les projets à fort impact social, le besoin devenant de plus en plus important, l’impact peut être démultiplié. Toutefois, le prix d’entrée est le plus souvent inférieur à celui d’un investissement classique, compte tenu d’un rendement financier attendu plus faible.

**RAISONNER AUTREMENT**

Cette stratégie basée sur *l’intention* change notre regard d’investisseur sur le projet/l’entreprise : il crée une autre relation avec les équipes en charge de le développer et nous amène à prendre en compte l’impact sous-jacent comme première contrainte dans notre décision d’investissement. Elle constitue un choc, pour de nombreux investisseurs, qui considèrent avant tout qu’il « faut gagner de l’argent », afin éventuellement de redistribuer les profits au bénéfice d’une cause sociale.

*L’impact investing* considère qu’il est possible d’investir dans une entreprise/projet qui veut résoudre un problème social et/ou environnemental avec un retour sur investissement et un retour de l’impact

généré par l’investissement. L’exemple de la microfinance, notamment pour les investisseurs en capital mais aussi pour de nombreux projets sociaux et environnementaux, montre aujourd’hui qu’il est possible de concilier impact et rendement financier. Toutefois, cela implique, pour les investisseurs *impact*, de considérer le rendement financier comme une contrainte et non un objectif ! Cela constitue une véritable révolution intellectuelle dans notre démarche d’investissement, mais un espoir, aussi, pour aider ces projets et entreprises à répondre aux enjeux sociaux et environnementaux actuels. ■

**POINT DE VUE DE LA BANQUE DE LUXEMBOURG**



– *L’impact investing*, au même titre que l’investissement socialement responsable, est une notion floue pour l’investisseur laissé à lui-même. Simple prétexte marketing pour certains (promoteurs), il souffre d’une absence de communauté de vues sur les méthodes de mesure de l’impact.

– *L’impact investing* s’adresse avant tout aux investisseurs souhaitant privilégier l’intention d’avoir un impact et considérant le rendement financier comme une résultante et non un objectif.

– La Banque de Luxembourg dispose d’une sélection de fonds *d’impact investing* et elle est en mesure d’accompagner ceux de ses clients qui souhaitent consacrer une partie de leur portefeuille à contribuer au financement de solutions aux enjeux sociétaux et environnementaux d’aujourd’hui.

# ÉLOGE DE LA *lenteur*



**É**chapper à la frénésie quotidienne, lutter contre la dictature de la vitesse à tout prix, s'extraire d'un monde hyperconnecté (à tout et à tout le monde), retrouver de l'authenticité et de la naturalité sont devenus des besoins impérieux des citoyens stressés. Ralentissez, débranchez, savourez, flânez, rêvez, voilà les nouveaux mots d'ordre qui se répandent sur tous les continents! Un new age qui rassemble de plus en plus d'adeptes, jeunes ou moins jeunes, qui tous aspirent à une slow life: retrouver le temps de vivre, de comprendre le monde, de prendre du recul pour mieux se projeter dans un avenir perçu comme de plus en plus imprévisible. À l'origine, un concept, imaginé comme un pied de nez à l'uniformisation et à la malbouffe: la Slow food. Fondé en Italie dans les années 80 par le critique culinaire Carlo Petrini et ses amis de la société gastronomique Arcigola, le mouvement est né en réaction au projet d'une célèbre marque de hamburgers de s'implanter sur une place historique de Rome, projet jugé hérétique pour le pays berceau de la gastronomie! Depuis, le mouvement Slow et son logo escargot ont gagné du terrain et fait de nombreux émules. En 1999, c'est l'apparition des Slow Citta, puis, en 2001, le Québec lance la journée internationale de la lenteur, le 21 juin. Depuis, on voit fleurir du Slow art, du Slow travel, du Slow media, et même, suprême paradoxe de nos temps modernes, du Slow tech! La résistance au mouvement perpétuel s'organise. Prenons le temps de nous y arrêter... ■

**MYOUNG HO LEE**

*« Le drap blanc devient un révélateur, un espace serein et protecteur séparant l'arbre de son environnement pour le mettre en valeur. » Il est comme isolé du temps et de l'espace.*



1  
**CAROLINE LE MÉHAUTÉ**  
Négociation 68: Unroot

2  
**CAROLINE LE MÉHAUTÉ**  
Négociation 70: Suspensio

Le travail de Caroline Le Méhauté interroge notre rapport à la matière, à l'espace et au temps. Ses œuvres nous invitent dans une nature entropique en perpétuelle transformation; aux limites du tangible nous faisant presque toucher l'invisible.



1  
**DELPHINE MILLET**  
Fish in the sea

2 et 3  
**DELPHINE MILLET**  
Man with home  
Wake up

Delphine Millet est une jeune photographe originaire de Haute-Savoie. Depuis toute petite, elle se fait des films, elle imagine des scènes. Grâce à la photographie et à une pincée de magie, ses histoires se transforment en images dans une sorte de catharsis. Chacun de ses projets dévoile une partie d'elle-même, mais chaque spectateur peut se raconter sa propre histoire et se retrouver dans ce qu'elle exprime.





**Éditeur responsable :** Banque de Luxembourg. **Directeur de la publication :** Philippe Depoorter. **Rédacteur en chef :** Damien Petit. **Rédaction :** Kim Oosterlinck et Hugues Pirotte (p. 6-8), Valérie Desprets (p. 9, 12, 22-31, 56-61), François de Singly (p. 10-12), Geoffroy Lauvau (p. 14-17), Stéphanie Livingstone (p. 18-21), Herman Brodie (p. 32-37), Guy Wagner (p. 38-41), Donovan Hawker (p. 42-45), Philippe Ferreira (p. 46-47), Jérémie Delecourt (p. 48-51), Olivier de Guerre (p. 52-55).

**Conception éditoriale et graphique, réalisation:** meanings - **Crédits photo:** A2/SW/HK (couverture); DR (p. 3); Plainpicture/Kitao/Gianni Troilo (p. 6); DR (p. 7); DR (p. 7); Krista Van Der Niet (p. 8); DR (p. 10); iStock (p. 10-11); Rikki Blanco/Valérie Oualid (p. 12); Priscille Depinay (p. 14-17), DR (p. 15); Max Riché (p. 18, 21); Daniel Traub/Gallery Stock (p. 19); CM Planit/Gallery Stock (p. 19, 20); Peter McBride/Gallery Stock (p. 21); Edward Caruso/Gallery Stock (p. 20); Dick Sweeney/Gallery Stock (p. 21); Charlotte Molas/Illustrissimo (p. 22, 24); DR (p. 23); DR (p. 26); Minh Uong (p. 27); Lee Balterman/Gettyimages (p. 29); Rob Kinmonth/Gettyimages (p. 31); Ann E. Yow-Dyson/Gettyimages (p. 31); DR (p. 32); Eiko Ojala / La Suite (p. 33); David Plunkert (p. 34); Franck Juery (p. 35); Mario Wagner/Central Illustration Agency (p.36); Doreen Reichmann/Gettyimages (p. 38, 41); DR (p. 39); Aldo Sperber/Picturetank (p. 42); DR (p. 42); Miguel Davilla/theisport.com (p. 43, 44, 45); DR (p. 46); Philippe Marchand/Gettyimages (p. 46); DR (p. 48); Federica Del Proposto/Agent 002 (p. 49, 50); DR (p. 52); Anna Pogossova / Gettyimages (p. 52); Alex Treadway/Gallery Stock (p. 54); Myong Ho Lee/Yossi Milo Gallery (p. 56-57); Caroline Le Méhauté (p. 58-59); Delphine Millet (p. 60-61).



✦ Damien Petit,  
Responsable Portfolio Management

Banque de Luxembourg, société anonyme – 14, boulevard Royal – L-2449 Luxembourg – RCS: B5310.

*“Confier la gestion de son patrimoine à un spécialiste permet de se concentrer sur ses projets en toute sérénité.”*

Avec Damien, nous préservons vos intérêts avant tout. Notre Maison cultive depuis près d'un siècle, un savoir-faire unique. Une exigence et une attention de tous les instants. Un engagement à vos côtés à chaque étape de votre vie. À la Banque de Luxembourg, nous sommes là pour vous. Tout le temps et pour longtemps.

**Pour en savoir plus, contactez-nous au 48 14 14 ou sur [www.banquedeluxembourg.com](http://www.banquedeluxembourg.com)**

- Conseil en placements
- Préservation, valorisation et transmission du patrimoine
- Solutions de financement

**BANQUE DE LUXEMBOURG**



# ROLEX

## THE DAY-DATE 40

The international symbol of performance and success, reinterpreted with a modernised design and a new-generation mechanical movement.  
It doesn't just tell time. It tells history.



OYSTER PERPETUAL DAY-DATE 40  
IN 18 CT WHITE GOLD



SCHROEDER  
JOAILLIERS

1877

27-29, Grand-Rue . L-1661 LUXEMBOURG  
Tél.: +352 22 20 67-1 . [www.schroederjoalliers.lu](http://www.schroederjoalliers.lu)