

LES ETATS GENERAUX DE L'EPARGNE

Janvier 2013

LE LIVRE BLANC



www.faider.org

36 avenue de Wagram 75008 Paris

Sommaire

PROPOSITION	3
ALLOCUTIONS	5
Allocution de Jean Berthon.....	7
Allocution de Jacques de Larosière	9
Allocution de Gérard Rameix.....	19
Allocution de Nadia Calviño.....	23
RAPPORTS	29
Rapport de la Commission N° 1: Financer l'économie et développer les investissements à long terme.....	31
Rapport de la Commission N° 2: Comment rétablir la confiance des épargnants	55
Rapport de la Commission N° 3: Epargne Retraite et Gestion à long terme.....	63
Rapport de la Commission N° 4: Adapter la fiscalité au développement de l'épargne longue et au financement de la croissance.....	77
Liste des participants aux travaux des commissions.....	107
Programme des Etats Généraux de l'Epargne	109

PROPOSITIONS

La crise financière puis économique et les bouleversements qu'elle a engendrés, les mesures réglementaires qu'elle a suscitées conduisent à remettre en avant le rôle de l'épargne et plus particulièrement de l'épargne longue comme moteur essentiel du développement économique.

Les propositions ci-dessous s'inscrivent dans l'objectif de diriger l'épargne longue vers le financement de l'économie productrice, pour favoriser la création d'emplois et la croissance, tout en répondant à son objectif premier de contribuer au financement de la retraite.

I - Développer l'investissement de l'épargne dans les entreprises et les infrastructures productives

- Lancer la Bourse de l'Entreprise
- Aménager le PEA (PEA PME, ouverture aux titres de dettes)
- Développer des modes de financement alternatifs (fonds de prêts, groupement d'emprunts...)
- Réformer et relancer la titrisation

II - Renforcer la confiance des épargnants dans les investissements à long terme

- Redonner confiance dans les marchés financiers
- Renforcer l'information financière, la transparence et veiller à l'adéquation des produits proposés aux épargnants
- Promouvoir le rôle de l'actionnaire fidèle et renforcer le pouvoir de l'épargnant individuel

III - Favoriser la gestion à long terme notamment en encourageant l'épargne retraite

- Faciliter la détention d'actions dans les contrats d'assurance vie, les PERP et les outils de gestion collective
- Favoriser la création d'une nouvelle classe d'actifs et de nouveaux supports orientés vers le long terme (SICAF, UC eurodiversifiée...)
- Inciter fiscalement les jeunes et les ménages modestes à épargner pour leur retraite (Chèque crédit d'impôt PERP)

IV - Adapter, simplifier et stabiliser la fiscalité pour le développement de l'épargne longue

- Rétablir l'égalité de traitement fiscal des revenus du travail et du capital
- Prendre en compte uniquement les revenus et plus-values réels
- Récompenser la détention longue d'actifs

ALLOCUTIONS

Allocution de Jean Berthon

Président de la FAIDER

Mesdames, Messieurs,

Bonjour et bienvenue parmi nous : vous avez été très nombreux à vous inscrire et je pense que, tout au long de la journée, vous serez très nombreux à assister à ces débats et à y participer.

Pourquoi des Etats généraux de l'Épargne ? Pour plusieurs raisons :

La première c'est que nous avons fait le constat suivant :

- aujourd'hui, l'épargnant est inquiet à cause de cette crise financière qui a dégénéré en crise économique et qui ne se résout pas.
- il est découragé par les mauvaises performances d'un certain nombre de placements financiers et par la hausse incessante des prélèvements sociaux et fiscaux qui pèsent sur l'épargne
- pour finir, il est démobilisé : on compte en France 2,4 millions d'actionnaires en moins sur 4 ans depuis 2008 selon la SOFRES, 5% des français seulement se déclareraient prêts à investir en actions en début de l'année, alors que plus de 50% souhaitaient placer de l'argent dans le livret A et ce n'est pas je pense, la baisse du taux annoncée ce matin qui va fondamentalement changer aujourd'hui cet état d'esprit, qui traduit un problème manifeste au niveau de l'épargnant.

La deuxième raison, c'est que finalement on se demande si les hommes et les femmes politiques et les gens qui nous gouvernent sont vraiment conscients de la problématique de l'épargne quand on s'aperçoit qu'on a jamais véritablement parlé de l'épargne ni pendant la campagne présidentielle ni pendant campagne des législatives qui a suivi ; en fait, on n'a parlé de l'épargne ou on y a fait allusion ou on s'y est intéressé que pour proposer de la taxer davantage ou, comme cela vient d'être fait avec la hausse du plafond du livret A et des livrets d'épargne réglementée, pour la diriger vers des investissements dont on pourrait dire qu'ils sont peu productifs, en tout cas beaucoup moins productifs que les investissements dans l'entreprise, investissements dont nous avons en revanche grand besoin.

En effet, diriger l'épargne vers l'entreprise, c'est à dire épargner pour financer le développement économique à travers le financement des entreprises, c'est permettre assez rapidement la création d'emplois, c'est permettre la stabilisation des régimes de retraite, c'est donc permettre le retour de la confiance, de l'optimisme et partant le retour de la croissance. C'est le fameux cycle vertueux proposé en son temps par un chancelier allemand : les investissements d'aujourd'hui sont les emplois de demain et j'oserai ajouter les retraites d'après demain.

Qui est le mieux placé pour parler de l'épargne si ce ne sont les épargnants ? Voilà pourquoi la FAIDER a pris l'initiative de lancer ces Etats généraux de l'Epargne, avec la participation, et je les en remercie, de toutes les parties prenantes, c'est-à-dire, de tous les professionnels de l'épargne, banquiers, assureurs, gestionnaires d'actifs, intermédiaires et avec la participation des régulateurs et des législateurs.

Nous avons réuni quatre commissions qui ont préparé ces Etats Généraux de l'Epargne et dont les travaux vont donner lieu à des débats autour des quatre thèmes suivants :

- financement de l'économie et développement des investissements de long terme,
- conditions du renouveau de la confiance des épargnants,
- épargne retraite et gestion à long terme,
- fiscalité de l'épargne longue.

Dans tous les cas nous avons cherché un consensus et les résultats de ces travaux figureront dans le Libre Blanc que nous remettrons, à leur demande, aux autorités compétentes puisque nous avons eu la satisfaction de recevoir l'encouragement du Président de la République qui a bien voulu s'intéresser aux travaux que nous faisons et demander que nous en rendions compte à ses conseillers.

Je vous souhaite une bonne journée de débats et de travail et une bonne lecture.

Allocution de Jacques de Larosière

EPARGNE ET FINANCEMENT A LONG TERME DE L'ECONOMIE

Je voudrais introduire cette journée en vous donnant une vue mondiale de la question de l'épargne et du financement à long terme de l'économie.

Mon propos sera, ensuite, centré sur l'Europe, puis sur la France.

Je terminerai en proposant quelques orientations qui me paraissent découler de l'analyse macro-économique que je vais maintenant vous présenter.

I.- L'EQUATION EPARGNE- INVESTISSEMENT A LONG TERME, D'UN POINT DE VUE GLOBAL

1) La croissance et l'emploi dépendent de fonds à long terme qui s'investissent dans des projets susceptibles d'accroître la capacité productive de l'économie.

Ce qui signifie qu'il faut porter une grande attention à la qualité et à la rentabilité des projets (y compris la rentabilité « sociale » à long terme des investissements immatériels, dans la recherche par exemple).

Le monde a besoin d'épargnants et d'investisseurs qui aient un horizon de long terme et qui disposent d'instruments financiers adaptés.

2) Mais on constate que le système financier mondial n'assure pas, avec une efficacité suffisante, le financement à long terme de l'économie.

D'abord, parce que la demande mondiale de financements longs augmente partout, alors que l'offre de ressources provenant de l'épargne a tendance à raccourcir son horizon.

En effet, une population vieillissante - phénomène qui ne frappe pas seulement les pays dits « industrialisés » mais aussi une grande partie des pays émergents, dont la

Chine,- a tendance à se tourner naturellement vers des instruments financiers considérés comme moins risqués, c.à.d. plus courts.

En deuxième lieu, nombre de pays émergents, comme la Chine, vont accroître leur consommation du fait de l'accès de nouvelles couches de la population à des niveaux de revenus supérieurs.

En troisième lieu, il est de fait que les budgets publics contribueront de moins en moins au financement des projets d'infrastructure, en raison de la nécessité qui s'impose à un grand nombre d'Etats surendettés d'assainir leurs finances publiques.

Enfin, les banques, du fait de la crise et des nouvelles réglementations, sont engagées -pour ce qui est des pays industrialisés- dans un mouvement inéluctable de réduction de leur exposition au risque (« deleveraging »). Les conséquences de ce phénomène sont particulièrement aiguës en Europe du fait de l'importance centrale du rôle qu'y jouent les banques dans le financement de l'économie (celle-ci est financée par les banques à hauteur de 75%, à l'inverse de ce qui se passe aux Etats-Unis où ce sont les marchés qui prédominent pour les trois quarts). Cette tendance affecte aussi bien les flux que la durée des financements bancaires.

Dans la mesure où les banques sont les seuls acteurs à transformer des ressources courtes en emplois longs, cette tendance au « deleveraging » ne pourra qu'influencer négativement les financements longs et en renchérir le coût.

II.- LES EVOLUTIONS GLOBALES DU COUPLE EPARGNE- INVESTISSEMENTS LONGS N'APPARAISSENT GUERE FAVORABLES A L'EUROPE

1) Le bouclage de l'équation mondiale

Si l'on ramène « le monde » aux neuf principales économies (Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Chine, Inde, Brésil, Mexique), qui représentent environ 60% du P.I.B. mondial, on peut estimer l'évolution de leurs investissements à long terme de la façon suivante :

En 2010, ces économies avaient consacré 11,7 trillions de dollars à leurs investissements à long terme.

En 2020, en tenant compte des prévisions de croissance des principales institutions internationales, ces investissements longs s'élèveraient à 18,8 trillions, soit un accroissement des besoins de financement annuels de 7 trillions environ. (Ces investissements passeraient de 30 à 34% du P.I.B. des pays en cause).

La moitié environ de cet accroissement serait absorbé par la Chine ;

Les Etats-Unis bénéficieraient de 23% de l'augmentation (sur la base d'une croissance économique de 2,6% par an) ;

Les pays émergents, autres que la Chine, absorberaient, pour leur part, 18% de la croissance des investissements longs ;

L'Europe ne ferait l'objet que d'une faible croissance économique (1,5% en moyenne annuelle) et, de ce fait, n'augmenterait que de peu ses investissements longs.

2) Les évolutions à moyen terme sont préoccupantes pour l'Europe.

a) Les pays émergents, dont l'épargne est considérable- particulièrement en Chine-, pourront sans doute assurer leurs besoins- en forte croissance- d'investissements longs. Mais ils verront l'horizon de leurs investisseurs se raccourcir et le coût de leurs financements s'accroître pour les raisons évoquées plus haut.

b) Les Etats-Unis, où l'épargne des ménages est faible, voient pourtant le financement à long terme de leur économie sous un jour relativement favorable :

- du fait de l'ampleur et de la liquidité de leur marché financier (irrigué en grande partie par l'extérieur) et, en particulier celui des « corporate bonds » ;

- du fait de l'importance de l'autofinancement des entreprises américaines ;

- du fait de la place considérable des actions détenues par les compagnies d'assurance (32% de leur portefeuille en 2011, contre 30% en 2001, alors qu'en Europe le ratio a chuté pendant la même période de 22 à 11%).

c) L'Europe verrait une quasi stagnation de son effort d'investissement à long terme si l'on se fie aux prévisions de croissance les plus répandues. Ceci s'explique notamment par :

- l'évolution de la démographie ;
- la relative faiblesse des marchés financiers ;
- le rôle joué par les réglementations dans :

L'accélération de la désintermédiation bancaire,

Et la tendance au raccourcissement de l'horizon des fonds de pension et des compagnies d'assurance, tendance fortement aggravée par Solvency II, réglementation exclusivement européenne qui pénalise la détention d'actifs longs par les assureurs.

III.-QUELLES SONT LES LEÇONS ET LES ORIENTATIONS DONT POURRAIT S'INSPIRER LA FRANCE, COMPTE TENU DE CETTE ANALYSE GLOBALE ?

1) Un rappel, tout d'abord, des circuits de financement de l'économie française

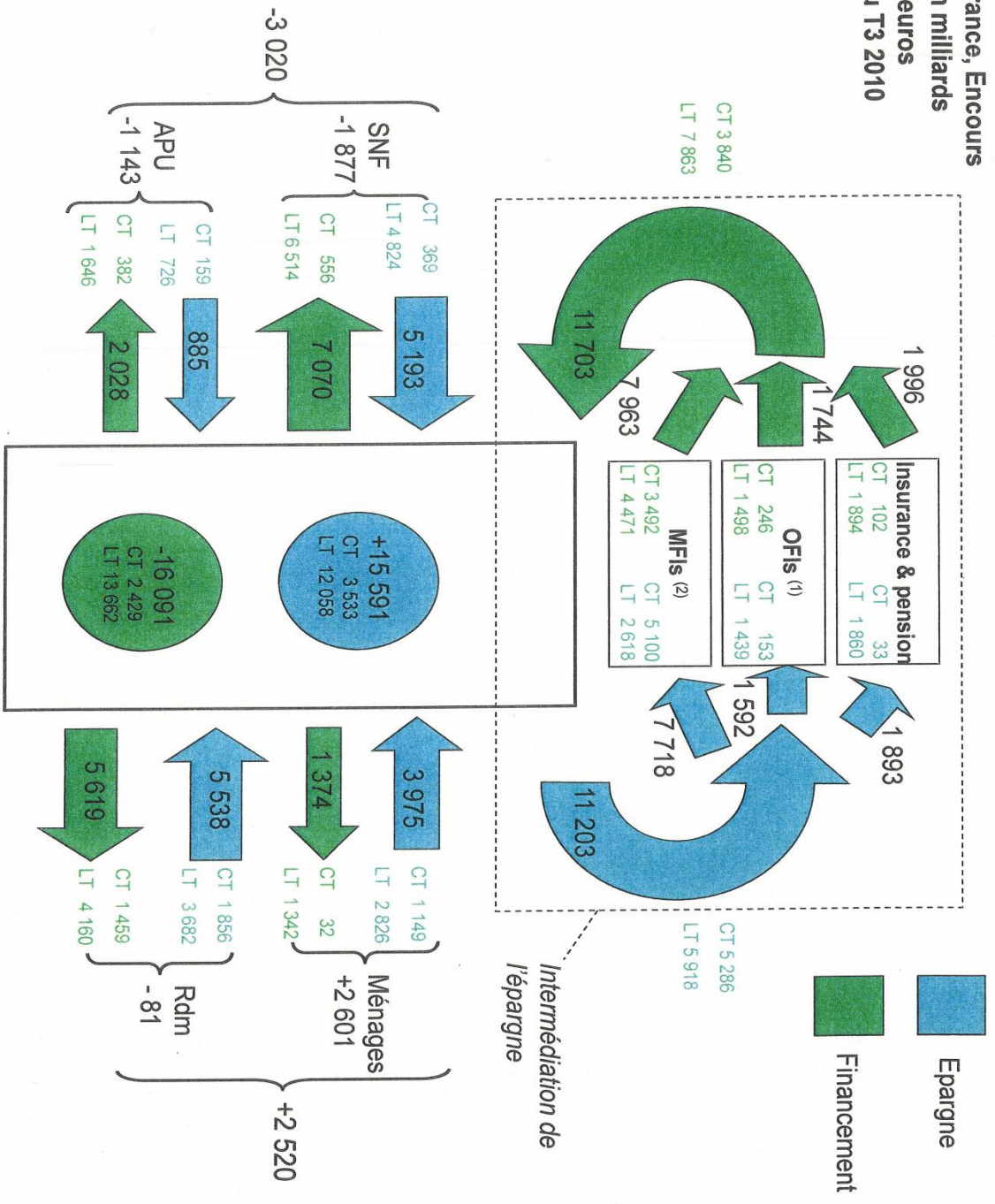
Le graphique ci-joint montre que c'est l'épargne des ménages-intermédiée par le système financier, qui assure le financement de notre économie :
Pour la France (chiffres au 2^{ème} trimestre 2012), le circuit de financement de l'économie peut se résumer comme suit (en stocks) :

Les ménages fournissent	2.500 milliards d'euros d'épargne nette.
Le reste du monde fournit	300 milliards d'euros d'épargne nette

Soit, au total, 2.800 milliards qui financent :

- 1.300 milliards de déficits publics (nets)
- 2.500 milliards de besoins nets des entreprises

France, Encours en milliards d'euros au T3 2010



Source : Banque de France

(1) Other Financial Intermediaries
 (2) Monetary and Financial Institutions

Ce qui frappe, à la lecture de ces chiffres, c'est :

La prépondérance de l'épargne en provenance des ménages : 2.500 milliards sur 2.800 soit près de 90% du total.

C'est aussi le rôle fondamental de l'intermédiation financière qui recycle l'épargne brute (16.000 milliards d'euros) vers les besoins traditionnels bruts (entreprises non financières : 7.000 milliards, ménages : 1.300 milliards, administrations publiques : 2.300 milliards et l'extérieur : 5.400 milliards).

2) Les orientations qui se dégagent pour la France, de ces données globales.

a) Respecter et favoriser l'épargne des ménages- particulièrement l'épargne longue- en lui assurant un dispositif fiscal et réglementaire stable et non discriminatoire (en évitant des distorsions artificielles tenant, par exemple, à certains régimes d'épargne réglementés et défiscalisés) .

A cet égard, il serait sage d'éviter que la rémunération réelle, après impôt, de quelque forme d'épargne que ce soit se révèle négative (comme c'est le cas actuellement des livrets fiscalisés ainsi que des plus values). De façon plus générale, il serait équitable que les revenus de l'épargne soient traités d'une manière équivalente à ceux du travail, ce qui est proclamé comme un objectif, mais n'est pas le cas (comme il sera montré dans une prochaine table ronde aujourd'hui).

b) Encourager l'épargne longue. A ce titre, il serait bon de revoir certaines incitations fiscales qui vont dans le sens contraire et tendent, en fait, à décourager les « placements à risques » au profit des liquidités (livrets A) ; Il est regrettable que les avantages fiscaux dont bénéficient certaines formes d'épargne soient orientés vers les « placements non risqués » (c.à.d. courts) et non vers ce dont la croissance économique a besoin, à savoir les actifs à risques. Il serait bon de simplifier le régime complexe d'incitations actuel- fruit d'une accumulation de mesures dont la justification n'apparaît pas évidente- et de donner une plus grande place à l'arbitrage risque et rendement. Les investisseurs doivent être davantage conscients du fait que

l'on ne peut bénéficier à la fois de rendements élevés et d'une garantie de leur capital.

Dans la même veine, il serait important de donner à l'investissement en actions les mêmes avantages que ceux dont bénéficient les instruments de dettes, ainsi que de développer l'épargne-retraite en encourageant les mécanismes axés sur la sortie autorisée seulement à l'âge de la retraite.

c) Ne pas gripper la fonction d'intermédiation financière qui est particulièrement sensible aux changements du cadre réglementaire.

En année croisière et en termes de flux sur 12 mois, le financement des entreprises non financières françaises est assuré à hauteur de 60 à 70% par les crédits bancaires, à hauteur de 30 à 40% par les obligations à long terme et à hauteur de 5 à 10% par les émissions d'actions.

Pour les P.M.E., la dépendance à l'égard des banques dépasse 80%

Cette dépendance doit nous amener à être particulièrement attentifs à la réglementation financière, à son calendrier de mise en œuvre et à ses conséquences possibles sur l'économie.

Dans un contexte caractérisé par une très faible croissance, par l'absence de marges de stimulation budgétaire et par une tendance générale à l'assainissement des bilans, il est impératif- pour protéger la croissance- de disposer d'un bon accès au crédit bancaire. L'expérience montre que, dans la phase du cycle que nous traversons et qui risque d'être longue, aucune reprise n'est possible sans crédit.

Or, Bâle III a considérablement augmenté les obligations de fonds propres des banques. Les contraintes en capital actuelles représentent en moyenne 7 fois les montants existant avant la crise, selon l'estimation récente de M. Carney, le Président du Conseil de Stabilité Financière.

Il faut donc, à mon sens, introduire une pause dans les programmes additionnels de réglementation et veiller, aussi, à modifier, sur certains points, Solvency II. De fait, ce dernier dispositif pénaliserait gravement - s'il était mis en œuvre sans de sérieuses modifications-la détention d'actions par les compagnies d'assurance, alors que ces institutions ont toujours joué en France un rôle essentiel dans le financement des

fonds propres de nos entreprises. Pour les compagnies d'assurance, qui ont des engagements souvent très longs, il ne semble pas approprié - ni du point de vue de la sécurité, ni de celui de la rémunération à long terme des clients - de les contraindre à ne détenir que des actifs très courts et dont les taux sont quasi nuls.

d) Encourager les entreprises françaises à mieux accéder aux marchés financiers.

Fondamentalement, les entreprises françaises - qui ont, en général, un endettement élevé des marges faibles et des capacités d'autofinancement historiquement basses - doivent retrouver leur compétitivité ; Mais, en tout état de cause, elles auront à :

- reconstituer des niveaux de fonds propres suffisants ;
- et à diversifier leurs sources de financements longs.

Etant donné la tendance inévitable à une certaine désintermédiation bancaire, il est essentiel et urgent d'organiser la transition en facilitant l'accès de nos entreprises aux marchés financiers.

Une telle transition, qui ne peut qu'être graduelle, aurait l'avantage :

- de libérer des fonds propres pour les banques ;
- et d'allonger la durée des financements (la durée moyenne globale des prêts bancaires aux entreprises est de quatre ans, soit inférieure de moitié à la durée moyenne des obligations qu'elles émettent).

Dans cette perspective, il serait souhaitable de favoriser la titrisation (en veillant à sa transparence), mécanisme qui présente l'avantage de mobiliser des financements de marchés en période de désintermédiation (les banques continuant, le cas échéant, à déployer leur savoir-faire d' « originateurs », à porter une partie des crédits tout en laissant aux investisseurs de marché le soin de fournir l'essentiel des financements).

On peut observer que la titrisation des crédits aux entreprises non financières est beaucoup plus développée aux Etats-Unis, où elle représente 68% du P.I.B., alors que le chiffre correspondant en Europe est seulement de 13%. Sans aller jusqu'à l'extrême américain, il y a place en Europe pour une substantielle reprise de la titrisation.

Avec les taux d'intérêts très bas qui prévalent aujourd'hui, il existe chez les investisseurs un appétit croissant pour détenir des obligations d'entreprises, voire des

actions. Il serait souhaitable de saisir cette opportunité en proposant aux investisseurs des instruments diversifiés (placements privés, « project bonds », avantages réglementaires à la détention par des banques ou des assureurs de titres représentatifs de financements dans les entreprises et notamment les P.M.E. et E.T.I.....).

Le moment est venu de mettre au point ou d'adapter des véhicules d'investissement et des produits alternatifs qui soient suffisamment attractifs pour ceux qui souhaitent les acquérir. Il conviendrait aussi d'encourager les investisseurs institutionnels à s'intéresser activement à de tels produits. Cette classe d'actifs- « entreprises » doit être développée systématiquement et enrichie notamment pour les P.M.E. Il est essentiel, pour cela, qu'aboutissent rapidement les travaux menés à Paris sur ce sujet par les différents acteurs de la Place.

La France a la chance de disposer d'une épargne des ménages élevée, c'est un atout fondamental.

Encore faut-il tout faire pour donner confiance et considération- aux épargnants, les doter d'un cadre stable et équitable et les orienter vers les financements longs qui sont la condition de la croissance économique et donc de l'emploi.

Les Etats Généraux de l'Épargne, grâce aux travaux remarquables qui vont être présentés aujourd'hui, vont contribuer, j'en suis sûr, à la prise de conscience collective de l'importance de l'enjeu et du défi à relever.

Allocution de Gérard Rameix

Président de l'Autorité des marchés financiers

Je suis heureux d'intervenir sur le thème de la confiance des épargnants, et remercie Jean Berthon de son invitation. La protection des épargnants, qui est la mission première de l'AMF, est une mission difficile qui nécessite une large palette d'outils, et demande des arbitrages délicats pour protéger sans susciter la défiance.

Je souhaite évoquer aujourd'hui l'impact déterminant de la confiance des épargnants pour le bon financement de l'économie, et montrer comment le régulateur peut intervenir pour favoriser le retour de cette confiance, particulièrement malmenée par la crise.

1) La confiance des épargnants dans l'épargne financière est déterminante pour le redressement de l'économie.

Tout d'abord la confiance a été mise à mal par l'éclatement de la bulle internet, puis par la crise débutée en 2007 et dont les conséquences se font encore ressentir. Les annonces récentes concernant la conjoncture économique ne favorisent pas l'optimisme des investisseurs - en particulier une prévision de croissance économique proche de zéro pour la zone Euro en 2013.

Un second facteur de défiance provient du manque de lisibilité, pour le public, quant à l'organisation générale des marchés financiers, du fait principalement de la fragmentation des plateformes de négociation. Dans le même ordre d'idées, le public comprend mal les enjeux de gouvernance des grandes entreprises, et il peut difficilement admettre l'impuissance des régulateurs face à de grands scandales tels que l'affaire Madoff ou la manipulation du Libor.

Ces différents facteurs ont contribué à l'importante baisse du nombre d'actionnaires individuels. Selon une récente étude de TNS-Sofres, la Bourse a ainsi perdu 2,4 millions d'actionnaires individuels depuis quatre ans.

La confiance est pourtant nécessaire pour redresser une situation de financement difficile pour nos entreprises. Le taux d'épargne des Français est élevé, entre 15% et 17% du revenu des ménages selon les années - et le financement de l'économie est assuré principalement par l'épargne des ménages, à travers le système financier. On observe pourtant un écart préoccupant entre les besoins de financement et l'épargne financière : les acteurs économiques portent des investissements longs et risqués, tandis que les épargnants cherchent des placements courts et sans risques. Les Français investissent principalement dans des placements liquides, non risqués et défiscalisés à l'instar du Livret A. Cette tendance, traditionnelle en France, s'est renforcée depuis 2009 de telle sorte que 11% seulement de l'épargne financière

française correspond à ce jour, directement ou indirectement, à de l'investissement en actions.

Ce décalage entre l'allocation de l'épargne et les besoins de financements est une menace pour l'équilibre du financement des entreprises moyennes et intermédiaires. Ce phénomène est en effet particulièrement problématique au moment où les capacités de transformation du système bancaire diminuent du fait des réformes prudentielles. Actuellement, les entreprises françaises se financent principalement auprès des banques. Les crédits bancaires représentent deux tiers de la dette des sociétés non financières. En France, l'encours de prêts aux entreprises continue à augmenter, mais plus lentement qu'auparavant.

Dans ce contexte le régulateur a un rôle clé pour assurer la transition économique en préservant les intérêts des épargnants. Il doit contribuer à faire émerger et à sécuriser de nouveaux canaux de financement, comme la titrisation, la cession de créances ou l'émission d'obligations.

2) Le travail du régulateur pour regagner la confiance est une œuvre de longue haleine.

En tant que régulateur, l'AMF joue un rôle essentiel pour créer les conditions du retour de la confiance dans les marchés et dans les produits financiers. L'AMF développe une large gamme d'actions pour garantir une protection effective des épargnants.

A cette fin, le premier devoir de l'AMF est d'être ferme sur l'application des règles. Depuis plusieurs années, l'AMF a augmenté le nombre de contrôles et d'enquêtes qu'elle diligente. Les sanctions sont également devenues plus lourdes. L'AMF a également une forte exigence quant au contrôle interne des prestataires de services d'investissement.

A la suite notamment de l'affaire Madoff, l'AMF a renforcé son contrôle à l'égard des sociétés de gestion de portefeuille afin de s'assurer du bon niveau de gestion des risques liés aux investissements dans des *hedge funds*. Dans les cas de manquements professionnels des intermédiaires financiers, le Collège de l'AMF a acquis récemment (août 2011) le pouvoir de proposer une transaction aux mis en cause. Ceci permet plus d'efficacité et accélère les procédures. L'AMF a la possibilité de négocier à cette occasion l'indemnisation pour les épargnants qui ont été victimes des manquements commis.

En complément de son action répressive, l'AMF se mobilise en faveur d'une commercialisation adaptée et équilibrée. L'AMF a créé, en 2010, une direction dédiée à la relation avec les épargnants, et a développé depuis plusieurs années une importante activité de médiation. L'AMF mène également une action importante en partenariat avec l'Autorité de contrôle prudentiel pour mieux harmoniser les règles

qui s'appliquent aux établissements financiers et le niveau de protection de leurs clients.

Le rôle des professionnels est essentiel pour la commercialisation des produits financiers. Sept Français sur dix disent reposer sur leur conseiller financier pour prendre une décision en matière financière. En même temps un Français sur quatre considère avoir été mal conseillé au cours des trois dernières années. Les grands réseaux commerciaux dominent le paysage français, qui est également caractérisé par un maillage fin de 4700 conseillers en investissement financier (CIF). Les CIF sont enregistrés auprès d'associations professionnelles agréées par l'AMF.

Les professionnels ont des obligations en matière de connaissance du client afin de délivrer un conseil et un produit adaptés. Le cadre réglementaire impose aux professionnels un principe que l'on peut résumer par « *know your customers* ». Ils doivent s'enquérir des besoins de leurs clients, de leur situation financière, ainsi que de leurs connaissances en matière financière.

En pratique, les épargnants ne lisent pas (ou peu) les documents réglementaires, ils s'en remettent aux publicités et aux discours des conseillers commerciaux. C'est pourquoi l'AMF a fait le choix de passer d'une régulation formelle des produits à une régulation centrée sur la commercialisation.

L'AMF vérifie par exemple que les supports commerciaux présentent un bon équilibre entre les avantages et les risques. Pour mieux appréhender la commercialisation, l'AMF mène également des campagnes de « visites mystères » auprès des grands réseaux de distribution de produits financiers. Ces visites permettent un suivi sur le terrain des conditions concrètes de commercialisation auprès du grand public. L'AMF a constaté en pratique que les chargés de clientèle déploient un vrai savoir-faire commercial, mais qu'ils ont tendance à proposer les mêmes produits quels que soient le profil et les projets de leurs prospects. De façon générale les visites mystères ont permis de faire évoluer les comportements, grâce aux échanges qu'elles ont suscités avec les états-majors des grands réseaux. Nous avons en particulier pointé que les placements financiers sont trop souvent vendus plutôt qu'achetés, et que les conseillers évoquent insuffisamment les frais récurrents (frais de gestion) liés aux placements, qui diminuent pourtant considérablement les rendements affichés.

L'AMF développe également une politique d'écoute du public et de contacts plus directs. La médiation de l'AMF reçoit chaque année environ 500 demandes. Ces réclamations concernent principalement les produits boursiers et les produits de *trading* proposés aux particuliers. Les plaintes visent en général un défaut d'information, ou la contestation de la valorisation d'une opération financière. En complément de la médiation, la plateforme téléphonique « AMF Epargne Info Service » permet de traiter annuellement plus de 10.000 demandes.

L'AMF mène enfin une action plus préventive : elle a beaucoup œuvré depuis bientôt dix ans pour que l'éducation financière du public en France fasse l'objet d'une attention particulière de la part de toutes les parties prenantes, qu'elles soient publiques (Etat compris) ou privées. L'AMF a ainsi promu la création d'un organisme indépendant, l'Institut pour l'Education Financière du Public (IEFP), chargé de développer une pédagogie financière en direction de tous. Cette ambition prolongeait

les conclusions du groupe de travail sur l'éducation et la formation continue des épargnants, présidé par M. Jean-Claude Mothié et Mme Claire Favre, membres du Collège de l'AMF. Les études initiées par l'AMF sur l'éducation financière du public montrent malheureusement que ce chemin est encore long et que les efforts doivent être prolongés.

Toutes ces actions au niveau national sont nécessaires, mais elles ne sont pas suffisantes. Les marchés et les transactions sont désormais mondiaux, ou *a minima* européens. La France ne peut pas garantir seule un fonctionnement sûr et transparent des marchés. La stabilité du système financier est un enjeu global, qui nécessite une harmonisation et une coordination forte entre les régulateurs.

C'est pourquoi l'AMF s'implique fortement pour défendre, dans les enceintes européennes et internationales, des dispositifs favorables aux épargnants. Dans le cadre de la révision de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF), l'AMF est actuellement engagée dans des négociations difficiles avec ses partenaires européens pour défendre la clarté du processus de formation des prix. Elle s'est positionnée contre l'éclatement des transactions entre différentes plateformes, contre le *trading* haute fréquence. Au niveau international, l'AMF s'engage par exemple pour un meilleur encadrement de la finance parallèle et des risques systémiques.

3) Conclusion

Le principal déterminant pour l'épargne longue est la confiance, tant dans le système financier que dans l'environnement fiscal et réglementaire. Aux considérations concernant la conjoncture et les rendements attendus doivent être ajoutés d'autres éléments qui touchent à la stabilité et la lisibilité de la fiscalité des revenus du capital.

Il me paraît nécessaire de convaincre les autorités que des incitations fiscales stables et claires sont nécessaires au bon financement de l'économie par l'épargne. Il y a consensus pour dire que les prélèvements obligatoires ont un impact déterminant sur l'allocation de l'épargne entre les différents supports et les différents horizons temporels. Il faut en tirer les conséquences et éviter autant que possible de développer des incitations qui amplifieraient le déséquilibre entre d'une part l'épargne liquide et l'épargne à long terme, et d'autre part les supports garantis et les placements risqués.

Allocution de Nadia Calviño

Directrice Générale adjointe en charge des services financiers
à la Commission Européenne

- Permettez-moi tout d'abord de remercier la FAIDER pour son invitation aux Etats généraux de l'Epargne.
- Je suis Nadia Calviño, Directrice Générale adjointe en charge des services financiers au sein de la Commission européenne où je travaille avec le Commissaire Michel Barnier.
- La Commission est toujours très heureuse de pouvoir échanger avec les associations qui représentent les intérêts des utilisateurs finaux de produits financiers et en particulier les épargnants.
- Je partage de nombreuses préoccupations que vous avez exprimées depuis ce matin. Je voudrais notamment redire que le rétablissement durable de la confiance et la préparation du long terme sont deux axes prioritaires pour la Commission

La confiance et la stabilité financière, socle d'une épargne sûre et performante

- Dans le contexte actuel d'une inflation limitée et maîtrisée, la confiance et la stabilité financière constituent les deux conditions essentielles à la constitution d'une épargne performante et surtout à la préservation des intérêts des épargnants.
- Sans stabilité, ni confiance dans le système économique et financier, la préférence des épargnants est infinie pour les investissements de très court terme et les valeurs refuges notamment les dettes émises par les Etats perçus comme les plus solides ou les actifs physiques comme l'or.
- Il en résulte une situation sous-optimale où les épargnants ne bénéficient que d'un rendement faible et où l'économie et les entrepreneurs ne peuvent pas financer dans de bonnes conditions leurs projets. Ces deux évolutions nuisent à la croissance et au développement économique global.
- Sortir de cette impasse, nécessite quatre types d'actions fortes au niveau de l'Europe.
 1. Garantir la soutenabilité de nos endettements
 2. Renforcer la solidité et l'intégrité du secteur financier

3. Mettre en œuvre une véritable Union bancaire
4. Permettre le financement à long terme de nos économies

Laissez-moi maintenant aborder plus en détails ces quatre axes.

Garantir la soutenabilité de nos endettements

- La crise vient de nous rappeler de manière violente et douloureuse l'importance de maintenir l'endettement à des niveaux modérés et en premier lieu d'assurer la soutenabilité des finances publiques.
- L'Union européenne s'est donc engagée dans le renforcement de sa gouvernance économique en adoptant un ensemble de six mesures législatives (dit «*six-pack*»). Leur objectif est de renforcer la coordination entre les États membres pour éviter l'accumulation de déséquilibres excessifs et garantir la viabilité des finances publiques nationales. C'est un pré requis essentiel pour permettre à l'union monétaire de mieux fonctionner. Ces mesures sont entrées en vigueur en décembre 2011 et seront complétées par les mesures « *two-pack* ».
- Ces mesures institutionnelles peuvent vous apparaître loin des préoccupations directes des épargnants individuels. Toutefois si les épargnants n'ont pas confiance dans la soutenabilité des finances publiques, comment s'assurer de la bonne allocation de l'épargne longue comme l'épargne retraite.
- Il faut aussi reconnaître que ces mesures ne changeront pas du jour au lendemain la situation des endettements nationaux mais elles constituent le point de départ d'une nouvelle dynamique, et d'un système reposant sur des bases plus solides.

Le second axe repose sur une action forte à destination des marchés et de leurs intervenants afin de sécuriser leur fonctionnement

Renforcer la solidité et l'intégrité du secteur financier

- Avant de développer mon propos, je voudrais d'abord réfuter certains clichés propagés par certains milieux à l'encontre des régulateurs et de la Commission européenne en particulier.
- Ceux qui reprochent à la réforme financière d'être excessive et de brider la croissance ont la mémoire courte. Tous les efforts de ces cinq dernières années sont motivés uniquement par une détermination sans faille d'écarter durablement l'épée de Damoclès qui pesait sur nous.
- La Crise financière qui s'est amorcée en 2007 avec la déroute du marché des dettes *subprime* américaines a profondément révolutionné notre approche du secteur financier. L'impensable est devenu possible. En l'espace de quelques jours,

certains pays ont été forcés de nationaliser leurs plus grands établissements financiers (ex. aux États-Unis avec AIG et les injections des fonds du Tarp dans Citigroup, Bank of America...).

- L'origine de ces risques se trouve dans les faiblesses du secteur financier et dans les insuffisances de la réglementation. L'auto-discipline de marché ou l'approche dite « *light regulation* » ont révélé leurs lacunes en plein jour.
- Pour remédier à ces faiblesses et éviter de nouvelles crises, les chefs d'Etats et de Gouvernements du G20, ont tracé dès 2008 une feuille de route claire et ambitieuse afin de réformer la finance mondiale. La Commission européenne et le Commissaire Barnier en particulier ont fait de cette réforme financière leur grande priorité.

Comment cela se traduit-il concrètement pour vous?

- Cela signifie que la Commission européenne souhaite assurer aux épargnants européens les meilleures garanties sur la solidité des établissements auxquels ils confient leurs fonds.
- Ces 5 dernières années, la Commission a soumis plus de 30 propositions réglementaires pour renforcer la résilience du secteur financier et répondre à nos engagements du G20.
- Je ne les passerai pas toutes en revue aujourd'hui mais je voudrais souligner deux exemples: i) le renforcement du secteur bancaire et ii) le renforcement de l'intégrité du secteur financier.
 - *Le renforcement du secteur bancaire*
- Les **banques** tout d'abord vont devoir renforcer leurs fonds propres, tant en quantité qu'en qualité. Cela leur permettra de mieux couvrir leurs risques et d'absorber directement leurs pertes potentielles plutôt que de recourir au soutien du contribuable.
- Elles devront par ailleurs respecter de nouvelles exigences de contrôle de leurs risques de crédit, de marché ou de liquidité harmonisées au niveau international. Nos projets de règlement et de directive (CRR et CRD4) sont en cours d'approbation par le Conseil et le Parlement et les banques sont déjà en train de s'adapter à ces nouvelles règles.
- D'un point de vue plus général, la Commission souhaite compléter au plus vite - avec l'Autorité Bancaire européenne (EBA) - un corpus de règles unifiées pour les banques opérant dans l'Union (*Single Rule Book*). Il s'agit d'offrir une meilleure protection des déposants, des épargnants et des contribuables

- *Garantir l'intégrité du marché financier européen*
- La Commission s'attache ensuite à garantir **l'intégrité du marché financier européen**. L'exemple emblématique des dérives observées ces dernières années est le scandale des manipulations de l'indice LIBOR. Tous les facteurs qui mettent en cause l'intégrité de ces indices de référence nuisent directement à la confiance du marché. Elles occasionnent surtout des pertes importantes pour les épargnants et les investisseurs. Leurs revenus sont en effet directement liés à ces indices.
- Outre les enquêtes en cours sur les faits passés, la Commission prépare l'avenir. Nous avons organisé une consultation publique sur les indices de marché. Elle aboutira probablement cette année à revoir et à compléter notre dispositif relatif aux abus de marché (MAD).
- Cet exemple illustre notre préoccupation permanente de mieux protéger les investisseurs et les épargnants. Cela se traduit également par d'autres mesures comme le renforcement des exigences appliquées aux fonds de placement collectifs (OPCVM / UCITS), par la révision de la directive sur les instruments financiers (MIF) ou encore par la mise en œuvre en 2013 d'un cadre réglementaire pour les gestionnaires de fonds alternatifs (AIFM).

Définir et renforcer notre arsenal réglementaire est bien évidemment une nécessité, mais il faut ensuite s'assurer que ces règles soient bien appliquées et de manière effective. La qualité de la supervision est une dimension clef et nous devons garantir la plus grande qualité dans le contrôle du respect de ces règles. Cela m'amène à évoquer le troisième axe de travail de la Commission pour restaurer durablement la confiance: le projet d'Union Bancaire et en premier lieu le mécanisme de supervision unique (SSM)

Mettre en place le mécanisme de supervision unique (SSM) et continuer l'Union bancaire

- L'accord unanime lors du Conseil ECOFIN du 13 Décembre sur le mécanisme de supervision unique est un succès majeur.
- Il permettra de réduire la circularité des risques entre les banques et la situation des Etats dans lesquels elles sont établies. Il constitue une première étape vers une véritable Union bancaire. Il garantira que les banques des pays de la zone euro (probablement rejointes par d'autres Etats Membres hors de la zone) seront soumises à un contrôle de la plus grande qualité et surtout indépendant d'éventuelles considérations non prudentielles.
- Ce Règlement confère à la BCE des compétences essentielles en termes de supervision sur l'ensemble des établissements de crédit établis au sein de la zone

euro. La BCE aura la responsabilité directe de la supervision de l'ensemble des banques dont le total des actifs est supérieur à 30 Mds EUR ou représentant au moins 20% du PIB de leur pays d'origine [ou encore des établissements qui ont demandé ou reçu un soutien financier de la part du FESF ou du MES)].

- La mise en œuvre de ce mécanisme sera progressive jusqu'au 1er mars 2014. Toutefois, le chemin vers une véritable Union bancaire ne s'arrêtera pas là. Comme indiqué dans son projet général (*Blueprint*), la Commission veut maintenant s'atteler à la dimension "résolution" de cette Union. Nous souhaitons un accord rapide sur notre proposition de directive résolution bancaire. Une fois cet accord trouvé, la Commission envisage de faire une proposition pour mettre en œuvre un mécanisme européen unique de résolution.
- Cette proposition constituerait une étape supplémentaire vers l'Union bancaire. Elle permettrait de gérer plus efficacement la résolution de groupes transfrontières et d'éviter l'implication de fonds publics dans le sauvetage des banques.

Il est certain qu'un cadre plus stable et capable de mieux absorber les chocs est nécessaire mais il n'est pas suffisant pour permettre une croissance pérenne de nos économies.

Mettre en place les conditions de financement à long terme de nos économies

- Le Conseil européen a adopté en juin dernier le "Pacte pour la croissance et l'emploi". Son objectif est de relancer la croissance, l'investissement et l'emploi, et de rendre l'Europe plus compétitive.
- Ce pacte souligne en particulier qu'une croissance durable passe en grande partie par l'innovation et par le financement de nos économies.
- Dans le contexte actuel où les ressources publiques deviennent plus rares, il est important d'identifier de nouveaux leviers afin de stimuler les investissements porteurs de croissance. Ces initiatives passent notamment par un système financier qui permette d'allouer efficacement l'épargne vers les projets et les investisseurs.
- La Commission publiera dans les prochaines semaines un Livre Vert afin de lancer un débat sur les conditions de financement à long terme de nos économies et les mesures qui pourraient les améliorer. Ce débat abordera les aspects relatifs aux instruments et aux établissements financiers qui permettent de stimuler les investissements productifs à long terme. Notre approche sera large et couvrira - entre autres - les dimensions législatives, comptables, les facteurs économiques, les politiques publiques, ou encore les aspects fiscaux.

- Je pense que les adhérents de la FAIDER ne manqueront pas de contribuer à ce débat.

Comme vous l'avez compris, notre feuille de route est ambitieuse, et nous ne manquons pas de défis. Les projets européens peuvent vous sembler parfois complexes et longs à mettre en œuvre, mais les exemples que je viens de mentionner montrent qu'avec une volonté politique forte, il est possible de renforcer durablement notre système et de créer les conditions d'une croissance durable. Je vous remercie pour votre attention.

RAPPORTS

Rapport de la commission N° 1

Financer l'économie et développer les investissements à long terme

Ces trois dernières années, près d'une vingtaine de rapports ou livres blancs ont abordé, dans notre pays, la problématique de l'épargne et de l'investissement de long terme - sans même parler des travaux communautaires¹. A mesure que l'impécuniosité des Etats et collectivités publiques s'accroît et que le durcissement des normes prudentielles, comptables et de régulation est susceptible de fragiliser les modes actuels de financement, la question du financement de la croissance, de l'emploi et des investissements productifs de long terme pèse de plus en plus sur le débat public - en attendant que ce soit sur l'action publique elle-même...

Cependant, la succession des crises financières depuis les *subprimes* de 2007, leur résolution inachevée mais avec des conséquences sensibles pour les contribuables bien sûr mais aussi de plus en plus pour les salariés, les épargnants, les opinions publiques en général (*cf. les cas dramatiques de la Grèce, de l'Espagne ou, même si on l'a un peu oublié, de l'Islande*) ne facilitent guère les discours sur l'importance du secteur financier pour l'économie.

Dès lors, quelle stratégie adopter ? Il nous a paru important de positionner les Etats Généraux de l'Epargne en se plaçant strictement du point de vue des épargnants (particuliers, institutionnels, salariés) ainsi que des entrepreneurs, avec une approche distincte des associations professionnelles représentatives des différentes activités financières même si nos objectifs de long terme convergent (conserver une intermédiaire bancaire qui fonctionne ; promouvoir des mécanismes alternatifs et innovants de financement par le marché...). Le tout en soulignant l'enjeu du lien

¹ Cf. liste en annexe 1

intergénérationnel au travers de cette question de l'épargne et de l'investissement de long terme.

Notre approche pourrait dès lors se résumer ainsi : si nous voulons l'emploi et la retraite pour tous, l'épargne utile c'est maintenant ! Cette épargne utile est en effet la condition *sine qua non* de nos emplois de demain et de ceux de nos enfants - lesquels emplois serviront à financer nos retraites.

1/ L'enjeu du financement de l'économie et des besoins de long terme

La situation générale du financement de l'économie française peut se résumer ainsi :

- Les entreprises, notamment les PME et ETI, sont affaiblies par plus de quatre années de crise et une dégradation continue de leurs marges et de leur capacité d'autofinancement ;
- En matière de santé financière, les indicateurs sont (globalement) au rouge : un quart des PME et ETI, un dixième des grandes entreprises (GE) ont une santé financière fragile ou franchement dégradée² ;
- Dans la perspective d'une reprise de la croissance et d'un retournement du cycle d'investissement (même si cette perspective a peu de chances de se produire cette année), les PME et ETI seront en déficit de fonds propres. Les besoins en financement long sont importants ;
- Le poids croissant des régulations financières devrait se traduire par un « inévitable » renchérissement des sources de financement des entreprises, mais aussi, si rien n'est fait, par un écart important et croissant entre les besoins de financement des entreprises et des grands projets et l'offre de financement en provenance des investisseurs institutionnels, qui seront dans l'incapacité de répondre aux injonctions paradoxales des pouvoirs publics leur enjoignant de financer l'économie tout en leur imposant des règles les détournant des investissements longs et à risque ;

² Source MEDEF

- Le niveau de l'épargne en France est élevé mais le cadre réglementaire et fiscal existant est particulièrement inefficace pour en orienter les flux vers le financement des entreprises et l'investissement productif.

De manière plus précise, ces constats peuvent se décliner ainsi :

1.1 La fragilisation du modèle actuel de financement de nos entreprises, notamment les PME et ETI

- ✓ **Une situation très préoccupante de l'équilibre financier des entreprises françaises et en particulier des PME et ETI.** Le besoin de financement des entreprises françaises est couvert aujourd'hui à 76% par du crédit bancaire et 24% par des financements de marché (pour 80Mds€ estimés en 2012 contre près de 50Mds€ en 2011 : *cf. annexe 3*). Par ailleurs, une étude réalisée par l'AFIC évalue le besoin de fonds propres intermédiés (i.e. non autofinancés) des PME et ETI entre 19,5 et 22,5Mds€ à l'horizon de 2020 (*cf. annexe 3*). Si les grandes entreprises peuvent aisément se tourner vers le marché pour emprunter à moyen/long terme ou lever des capitaux propres, les PME et ETI rencontrent beaucoup plus de difficultés à le faire. D'une part, elles présentent pour les investisseurs des risques accrus de solvabilité et de liquidité secondaire pour les obligations et les actions émises - risques que les investisseurs, même institutionnels, ont beaucoup plus de mal à apprécier, surtout pour des entreprises non cotées. D'autre part, le coût des opérations est nettement plus élevé pour ces entreprises en raison du volume unitaire faible de ces opérations, et la réalisation d'opérations groupées se heurte à divers obstacles. Enfin, les actionnaires de ces entreprises hésitent souvent à lever des capitaux propres en émettant de nouvelles actions qui dilueront leur influence ;
- ✓ **Une intermédiation bancaire et financière sous la pression d'une profonde restructuration due aux nouvelles réglementations prudentielles qui va profondément modifier leur modèle économique et l'équilibre entre les**

activités de crédit et celles de marché. Les domaines d'excellence du secteur financier français (assurance-vie, gestion d'actifs, métiers du titre...) subissent eux aussi un profond bouleversement de leur environnement juridique (directives Solvabilité II, MIF II, UCITS IV et V, AIFM, EMIR...);

- ✓ A ces contraintes de régulation, s'ajoute un **alourdissement significatif de la charge portée par le seul secteur financier français** (relèvement de la taxe sur les salaires, taxe exceptionnelle, taxe sur les transactions financières...);
- ✓ Par ailleurs, le retour, comme dans les années 80, d'une **contrainte extérieure forte** (le besoin de financement extérieur est estimé à 4% du PIB), aggravée par le poids de la dépense publique (qui culmine à 56% du PIB).

1.2 Un niveau d'épargne élevé et stable, en comparaison des autres pays développés, mais insuffisamment tournée vers l'épargne financière

Dans son dernier rapport sur « L'Etat et le financement de l'économie », la Cour des comptes avait pointé les problèmes d'orientation de l'épargne. En effet, bien que représentant de 15 à 17% de leur revenu disponible brut depuis quelques années, l'épargne des ménages français a du mal à irriguer l'économie réelle et les entreprises, surtout en financements longs. La structure du patrimoine financier des ménages montre la tendance à des placements de cette épargne abondante plutôt dans des produits moins risqués et plus liquides, alors que les besoins se font pressants sur le financement de moyen et long terme, et de nombreuses dispositions fiscales et réglementaires (en vigueur ou envisagées) sont d'essence à encore aggraver la situation. Ainsi, l'épargne non risquée bénéficie de 9Mds€ de dépenses fiscales quand les placements à risque captent à peine 2,4Mds€ de ces avantages.

Ces tendances ont tendance à s'aggraver :

- ✓ Le taux d'épargne des ménages s'établit en effet à 16,4% au T2 2012, tandis que le taux d'épargne financière s'élève à 7%, le reste allant à l'immobilier. Les flux annuels d'épargne s'élèvent à environ 90 milliards d'euros par an ;
- ✓ Sur un stock d'environ 3700 milliards d'euros d'épargne financière brute³, l'essentiel est consacré aux produits d'assurance-vie (1 444Mds€ dont seulement 15% en unités de compte) et aux produits d'épargne réglementée (784Mds€ d'encours, soit plus de 21% des placements financiers).
- ✓ La répartition des flux récents d'épargne aggrave ces déséquilibres : sur la période 2009-2011, le taux global d'épargne est resté quasi stable, alors que le taux d'épargne financière a perdu 0,6 point. Au sein de cette épargne financière, le tropisme vers les actifs liquides et non risqués s'accélère : leur part représente 67,9% des encours au T2 2012 contre 66,2% au T4 2009.
- ✓ Cette tendance devrait se prolonger avec le relèvement des plafonds des livrets d'épargne réglementée : ainsi au mois d'octobre, livret A et LDD ont collecté 21,29Mds€, un record absolu.
- ✓ L'alourdissement de la fiscalité de l'épargne dans le cadre du PLF et du PLFSS 2013, en application du principe d'alignement sur la fiscalité du travail risque d'assécher encore un peu plus l'épargne financière « à risque ». Cet alignement ne tient pas compte du fait que la très grande majorité de l'épargne correspond au solde non consommé des revenus qui ont déjà subi l'impôt, ni de la superposition des autres impôts qui pèsent sur le patrimoine, notamment l'ISF. Au total, dans bien des cas, le capital se retrouvera plus imposé que le travail, à revenus égaux.

³ Source Banque de France - T1 2012

1.3 A la lumière de ces constats, les priorités d'une réforme de l'épargne financière paraissent aller de soi : orienter les flux d'épargne vers le financement des entreprises, notamment des PME et ETI, et des infrastructures productives.

Sans financements, et sans financements longs en particulier, il n'y aura pas suffisamment d'investissements et d'innovations et donc pas de reprise de la croissance. Une véritable prise en considération de cette problématique par les pouvoirs publics dans leurs projets de réformes (nationaux et européens), susceptibles d'impacter toute source de financement de l'économie réelle et des entreprises est nécessaire. En particulier, la question du financement en fonds propres des PME et ETI est cruciale.

Dès que le retournement du cycle d'investissement s'amorcera, les besoins d'investissements (en capacité et surtout de remplacement, en R&D) s'accroîtront fortement. Or les financements en provenance des banques vont inéluctablement se réduire, de même que les flux en provenance des investisseurs institutionnels, du fait des réglementations existantes ou en cours d'élaboration.

Une remise à plat du cadre fiscal mais aussi du cadre réglementaire de l'épargne paraît donc indispensable pour réorienter l'épargne vers le financement long des entreprises et constitue un accompagnement incontournable de toutes les mesures visant à réallouer l'épargne disponible vers le haut de bilan des entreprises et à faciliter l'accès à des financements autres que le financement bancaire

2/ Comment reconstruire un discours et une démarche pour inciter les épargnants à investir davantage dans l'épargne de long terme ?

C'est une étape évidemment indispensable : la seule action auprès des pouvoirs publics et des régulateurs ne peut suffire si nous échouons à mobiliser les épargnants et les investisseurs.

Dès lors, comment regagner cette crédibilité :

- ✓ Honorer l'épargnant au lieu de le diaboliser ;
- ✓ Faire œuvre de pédagogie vis-à-vis de l'épargnant sur cette notion de l'épargne de long terme : le sujet n'est plus seulement celui de la « mal-épargne » mais de comportements d'épargne désormais de « peur » presque plus que de précaution ;
- ✓ S'intéresser aussi aux entrepreneurs qui ont également fait preuve, ces dernières années, d'une méfiance par rapport au financement de marché ;
- ✓ Etre probablement plus transparent sur la notion de risque en matière d'épargne. Ré-acclimater la notion de risque sans donner le sentiment d'une absence de règles. En d'autres termes, il s'agit de ne pas cacher cette notion de risque mais d'expliquer en quoi la régulation et l'information donnent des outils permettant de le maîtriser - et ce, en tenant compte de la diversité des profils des épargnants. Investir en actions ou même en obligations, s'agissant de titres émis par des ETI ou de grosses PME représente évidemment un risque : les gains peuvent certes être importants, mais les pertes également, certainement plus fréquentes qui plus est. Investir à moyen long terme constitue par ailleurs un risque supplémentaire ;
- ✓ Aborder la problématique de la liquidité : longtemps la conception et la commercialisation des produits d'épargne financière, que ce soit pour les particuliers. Ce fut d'ailleurs l'un des facteurs clé du succès des OPCVM. Mais la crise de 2007 a aussi montré à quel point cette liquidité pouvait être une contrainte. Et en tout état de cause, les conditions de liquidité des produits existants peuvent s'opposer à une bonne gestion de long terme. L'exemple des produits d'épargne retraite américains (IRA, 401K) montre du

reste que des dispositifs de blocage strict de l'épargne peuvent être mis en place. Nous y reviendrons avec la proposition des fonds de long terme ;

- ✓ De manière cohérente, clarifier le discours public sur l'épargne et remettre à l'endroit notre fiscalité.

3/ Nos propositions

Parmi les postulats ou intuitions des experts qui ont participé à nos travaux, deux dominant assez largement :

- Il est paradoxal de voir que les nouvelles règles prudentielles Bâle III et Solvabilité II visent à encadrer des acteurs - banques et assurances - qui, au moins en Europe continentale, n'ont pas été à l'origine des crises et que ce faisant, ces règles poussent à des **modes de financement parallèle** qui peuvent présenter des risques prudentiels voire systémiques. En tout état de cause, dans ces débats actuels, s'il faut réfléchir aux moyens de développer le financement par le marché, il ne faut pas casser les piliers du modèle de financement que constituent le crédit bancaire et l'assurance-vie. Dans ce contexte, il est crucial de revisiter et mieux évaluer les effets de Bâle III et Solvabilité II mais aussi de faire régner un minimum d'équité concurrentielle - les Etats-Unis refusant d'appliquer Bâle III et les règles du G20 sur le secteur financier. Un signe encourageant est tout de même venu du Comité de Bâle début janvier (élargissement des actifs éligibles au ratio de liquidité à 30 jours (LCR) ; mise en vigueur repoussée à 2019...).
- La **question de la transition** du mode actuel de financement vers un ou plusieurs modèles donne lieu à beaucoup de débats mais il est probable que le bon dispositif sera une combinaison de solutions s'appuyant sur différents types d'acteurs et de véhicules. BPI et livret A ne peuvent être la seule réponse au bouleversement de notre modèle actuel de financement de la croissance et de l'emploi.

Des orientations plus originales ont aussi été débattues : peut-on, par exemple, envisager une **approche plus collaborative du financement de l'économie** ? Même si elles sont encore timides, plusieurs initiatives récentes semblent témoigner d'un souci croissant de « jouer collectif » pour trouver de nouveaux mécanismes de financement de l'économie, en complément du rôle qui restera prédominant du financement bancaire. Simple nécessité ou réelle tendance de fond, toujours est-il que ces démarches montrent l'intérêt que peuvent avoir les entités ayant des besoins de financement (entreprises, notamment PME et ETI, mais aussi acteurs publics) à faire jouer un effet de levier.

3.1 Remettre « à l'endroit » notre fiscalité de l'épargne

Nous ne développerons pas ce point auquel une commission des états généraux de l'épargne a consacré ses travaux, sauf à insister sur quelques orientations qui nous semblent indispensables de mettre en œuvre si l'on veut assurer le financement de l'économie et de ses besoins de long terme :

- ***Refonder notre fiscalité de l'épargne sur les principes suivants :***
 - Une fiscalité pour la croissance, qui favorise la prise de risque et un horizon d'investissement long par une dégressivité des prélèvements, laquelle serait d'autant plus importante que l'investissement serait plus risqué et l'horizon plus lointain ;
 - Une fiscalité simple, lisible et stable ;
 - Une fiscalité particulièrement incitative s'agissant des investissements dans les PME et ETI : compte tenu du risque, du rendement souvent peu élevé et de l'absence de liquidité de ces investissements, cela doit conduire à une fiscalité significativement plus favorable.

- ***Promouvoir l'épargne longue - notamment l'épargne investie en actions cotées et non cotées, en la faisant bénéficier de la « clause de l'épargne la***

plus favorisée fiscalement », en calibrant cette fiscalité en fonction du couple « durée/risque », en la simplifiant et en la stabilisant :

- Simplifier la fiscalité des plus-values, le régime récemment voté étant complexe et injuste ;
- Moduler le régime fiscal et social de l'épargne salariale pour tenir compte de l'emploi des fonds et de la date à laquelle les salariés disposent effectivement de ces sommes, en encourageant les salariés à investir les sommes perçues dans les entreprises.

3.2 Promouvoir les mécanismes de financement alternatif, en complément du financement bancaire

Comme il a été souligné, si le financement de marché est appelé à prendre une place croissante, le financement bancaire ne doit pas être fragilisé par une approche trop brutale des règles prudentielles et comptables, par une concurrence déloyale des banques américaines (application du *Dodd-Frank Act* aux banques européennes ; non application de Bâle III aux banques américaines...) ou par l'alourdissement de la charge portée par le secteur financier (relèvement de la taxe sur les salaires, taxe exceptionnelle, taxe sur les transactions financières...) déjà critique en termes compétitifs⁴.

Plusieurs initiatives récentes mettent en lumière le développement de mécanismes de financement « non traditionnel » - certains étant, paradoxalement, la réactivation de mécanismes ayant fait preuve de leur succès dans le succès - avec de surcroît, dans un certain nombre de cas, une approche « collaborative » visant à créer synergies et effet de levier. Les pistes évoquées ici - de nature et de portée souvent différentes - nous semblent répondre au sentiment que le nouveau schéma de financement des entreprises et des investissements productifs s'appuiera sur un ensemble d'outils.

⁴ Le secteur financier était déjà en 2011 le premier contribuable de France avec 20Mds€ d'impôts.

➤ ***Le marché des fonds de prêts aux entreprises est en pleine effervescence.***

Même si cela recouvre plusieurs modalités en termes de sous-jacent ou de véhicules, plusieurs sociétés de gestion ont ainsi développé des offres en matière de financement alternatif des entreprises : Acofi (ACOFI Loan Management Services), Tikehau, Eiffel Investment Group, Eraam, etc. Le partenariat entre Axa et Société Générale pour investir 500M€ dans des crédits à des ETI est également un signal fort en la matière. Plusieurs professionnels venus du monde de l'investissement, de l'*asset management* et du conseil ont d'ailleurs constitué en avril 2012 l'Observatoire des Fonds de Prêts à l'Economie (OFPE). Plusieurs raisons militent pour cet essor :

- Les ratios de liquidité court terme et long terme bouleversent le *business model* des banques qui ne pourront continuer à mettre leur bilan qu'à la disposition des clients acceptant d'en payer le surcoût ;
- Solvabilité II devrait favoriser (à partir de 2015) les investissements moins volatils (non cotés) sans imposer de contraintes de liquidité sur ces actifs ; le gisement des crédits susceptibles d'être couverts est large : LBO, immobilier, projets/ infrastructures, financement des exportations, matières premières, PME/ETI ;
- Les institutionnels n'ont pas toujours les moyens pour analyser ces nouveaux actifs et ne peuvent s'appuyer autant que par le passé sur les agences de rating et sur les banques ;
- Cette situation conduira les institutionnels à confier davantage de mandats d'investissement à des fonds de prêts ;
- Plusieurs critères sont à prendre en compte dans les choix à faire en la matière : prévention des conflits d'intérêts ; autonomie en matière d'origination permettant de conserver - au profit des investisseurs - les marges de structuration ; capacité d'analyse crédit autonome et dédiée supérieure à l'expertise qu'un investisseur isolé peut s'offrir ; absence de transformation de maturité résultant du non recours à l'effet de levier et à la disponibilité des capitaux apportés strictement corrélée au remboursement des prêts figurant à l'actif ; capacité de gestion autonome des débiteurs (suivi des *covenants* et des

défauts jusqu'au recouvrement) ; transparence dans le suivi ligne par ligne des portefeuilles donnant aux investisseurs une bonne lisibilité de leur risque et le traitement approprié des actifs sur les plans réglementaire, comptable et Solvabilité II...

- ***Le « retour » des groupements d'emprunts est également significatif : aucune des entreprises n'étant susceptible, seule, d'émettre un volume suffisant d'obligations pour monter une opération, d'où l'intérêt de grouper les demandes.***
- Les démarches engagées restent toutefois en deçà des attentes : une soixantaine de millions levés par le fonds Micado 2018 pour un objectif de 300M€. A l'automne dernier également, le GIAC (l'ex-groupement des industries agricoles, alimentaires et de grande consommation) a rassemblé, après deux années d'efforts, 80M€ pour un emprunt groupé (destinée à des PME en croissance, l'opération leur offre des financements longs et à des prix compétitifs, grâce à un montage en forme de titrisation) ;
- Ce mouvement ne touche cependant pas que les entreprises. En octobre dernier, un pool de 44 collectivités françaises a réussi à lever 610M€ (à 4,3% sur 10 ans), auprès d'institutionnels français mais aussi étrangers. Il ne faut bien sûr pas se cacher les limites de ce genre d'initiative (analyse du risque des émetteurs, absence de solidarité financière entre eux...) et se rappeler que le besoin de financement des collectivités locales était estimé pour 2012 à 17Mds€.
- ***Parmi les initiatives collaboratives lancées sur la Place de Paris, la plus originale est la proposition d'un Fonds de Financement de l'Economie Française.*** Portée par l'AMAFI, et appuyée par plusieurs associations de Place (dont Paris Europlace), cette « *solution collective de réallocation d'actifs, sous ombrelle publique et à gouvernance paritaire* » pour reprendre les termes de ses promoteurs consisterait à créer une structure d'allocation d'actifs longs, s'appuyant sur une force de frappe financière de l'ordre de 100Mds€, réunie via

divers fonds de dotation (dont ceux du Grand Emprunt) et des fonds de régimes publics et privés de prévoyance. Dans cette enveloppe, 25Mds€ pourraient raisonnablement être orientés vers les PME et ETI tant en dette qu'en capital.

- A côté des instruments classiques (actions et obligations), le FFEF pourrait être le support du développement de classes d'actifs très adaptées à notre modèle historique de financement (titrisation de portefeuilles de crédits PME des banques) ou plus incitatives pour les investisseurs institutionnels (quasi fonds propres). De nouveaux véhicules, orientés vers le long terme, comme les fonds liquidatifs (à horizon et actionnariat prédéfinis) pourraient également être concernés.
- Ce projet mérite naturellement d'être précisé sur différents points importants : gouvernance, questions prudentielles notamment au regard des passifs correspondants, règles communautaires...). Mais le FFEF permettrait à la Place de Paris de donner un signal sur sa capacité à « jouer collectif et long ».

➤ ***Une titrisation réformée est indispensable pour le financement de l'économie.*** La structure des prêts faits aux PME empêche leur vente et/ou leur traitement sur les marchés financiers notamment en raison de la modestie de leur taille. La titrisation se présente comme une source de refinancement permise par le transfert du risque (du bilan bancaire au marché financier) qui peut avoir des bénéfices importants pour les entreprises (opportunité et coûts de financement) ainsi que les établissements de crédit (facilités de refinancement). Le succès du retour de la titrisation passera par deux piliers :

- Un cadre réglementaire européen strict pour favoriser le retour des investisseurs : prévenir les conflits d'intérêts ; encourager la transparence des marchés ; favoriser la standardisation et la réduction de la complexité des produits ;
- Une révision des normes prudentielles : permettre un traitement identique entre les produits au risque équivalent (dans Solvabilité II, une tranche ABS sénior avec un collatéral de 120% coûte davantage en fonds propres qu'un investissement direct dans 100% du collatéral) ; réduire les effets de seuils à

portée systémique (passage d'*Investment Grade* à *non Investment Grade*) ; admettre que le référentiel prudentiel d'une entité puisse être composite...

- ***Une approche, plus marginale mais potentiellement utile pour redonner un certain appétit du risque auprès des épargnants, réside dans le développement de la finance participative (crowdfunding)⁵.*** Ce nouveau mode de financement, porté en particulier par internet et les réseaux sociaux s'est beaucoup développé aux Etats-Unis et commence à se généraliser en Europe. Il peut séduire à la fois par la diversité de ses modes de financement (dons, prêts solidaires, prêts rémunérés, fonds propres...), par la multiplicité des acteurs et des projets, par le sentiment d'être « acteurs » des projets qu'ils souhaitent voir se développer et d'avoir une finance plus transparente. En France, avec environ 35 000 internautes, les plateformes de *crowdfunding* françaises ont permis de réunir plus de 6 millions d'encours cumulés permettant le soutien de près de 15 000 porteurs de projets. Pour autant, il souffre d'une réglementation inadaptée et fragmentée. Le cadre juridique pourrait donc viser, sans abolir le « monopole bancaire » à :
- assouplir les règles relatives à l'offre au public de titres financiers pour les adapter à un financement de petits montants individuels, en admettant qu'une communauté peut dépasser une centaine de personnes sans risque si les montants sont raisonnables ;
 - aménager également la réglementation en matière de prêts directs entre particuliers et de collecte de fonds ;
 - adapter le niveau d'information et de transparence exigé des émetteurs (ou des intermédiaires neutres que sont les plateformes web) tout en veillant à une information transparente et accessible donnée aux épargnants quant au risque de non remboursement du capital.

⁵ Le prêt participatif constitue une des exceptions au monopole bancaire en France. Il correspond à un moyen de financement intermédiaire entre le prêt à long terme et la prise de participation. Il s'analyse comme du quasi-fonds propres et peut être conclu entre deux sociétés commerciales (prêteurs, emprunteurs). Le *crowdfunding* recouvre des modes de financement plus larges que celle du prêt participatif et a été traduit en France par la notion de financement participatif.

3.3 Stimuler l'investissement direct en actions en récompensant la fidélité actionnariale

Stimuler l'investissement direct en actions est un enjeu important non seulement pour le financement de l'économie mais aussi pour recréer un lien entre les Français et leurs entreprises et pour ré-acclimater le couple rendement/risque en France. On compte aujourd'hui seulement 4,1 millions d'actionnaires contre 7,2 millions en 2003.

Les raisons de ce désenchantement sont connues mais plusieurs acteurs se mobilisent pour inverser la tendance (*cf. les propositions de l'ANSA ou encore le « Livre blanc pour la promotion de l'actionariat individuel et salarié en sortie de crise » publié en novembre 2012 par Havas et InfoPro*). Ceci n'est pas contradictoire avec le rôle éminent que joue la gestion collective (qui apporte à l'épargnant, analyse financière, sélection des titres et diversification des risques). De plus, même si l'année boursière 2012 est encourageante (le CAC 40 affiche un gain de 15,23% sur l'ensemble de l'année)⁶, le mouvement sera long tant le degré d'aversion au risque des épargnants reste élevé.

Le présent rapport propose plusieurs pistes pour y contribuer : fiscalité ; confiance des épargnants. Il nous paraît intéressant de le compléter par un 3^{ème} axe :

- ***la récompense de la fidélité actionnariale. Des mécanismes existent déjà en la matière : droits de vote double, voire triple ; dividendes multiples ou croissants... Il serait toutefois plus efficient au regard de l'objectif poursuivi de réserver ce type d'avantages à ceux qui s'engagent à rester pour une durée donnée au capital de l'entreprise plutôt qu'à récompenser simplement la fidélité passée.***

⁶ L'indice parisien surperforme ainsi le Footsie londonien (+ 5,84%) mais reste loin derrière le DAX de Francfort, qui affiche un score de 29,06% au 31 décembre 2012.

3.4 Allouer davantage d'épargne au financement des entreprises

Nous ne ré-évoquerons pas ici l'enjeu que constitue la stabilisation du cadre de l'assurance vie pour optimiser son rôle d'instrument de long terme, ni l'importance des propositions qui ont pu être faites pour la modernisation du cadre du PEA. Notons simplement qu'au Royaume-Uni, le plafond de l'équivalent du PEA a été relevé à 1 million de livres par personne et par an, et la déduction fiscale accrue de 20 à 30% et qu'un PEA pour les PME de moins de trois ans a été créé avec une déduction fiscale encore plus forte...

Un enjeu mérite cependant d'être mis en avant :

- ***parmi les différents prérequis pour le démarrage de la Bourse de l'Entreprise (BDE)⁷, en vue d'assurer des flux d'investissement, il y a la mise en place d'un PEA pour les PME et ETI :***
 - Un débat existe sur le support juridique : création d'un nouveau contrat *versus* création d'une poche dédiée au sein du PEA actuel, pour créer une dynamique commerciale en faveur de ce nouveau produit. PME Finance estime en particulier qu'un nouveau contrat pourrait apporter 2,5 milliards d'euros sur trois ans aux PME, en considérant que les 100 000 à 200 000 particuliers touchant le plafond du PEA apporterait 25 000 euros ;
 - Cet instrument serait calqué sur le régime actuel du PEA mais pourrait être assorti d'un abattement fiscal à l'entrée (afin de tenir compte des risques accrus de solvabilité et de liquidité de ces émetteurs) et ouvert à tous les titres donnant accès au capital (actions, obligations convertibles) voire l'ensemble des obligations.

⁷ Une étape importante a été franchie le 5 décembre dernier avec les engagements annoncés par NYSE Euronext en termes de moyens humains et financiers susceptibles d'être alloués à ce projet paneuropéen qui pourrait donc voir le jour au début de cette année.

3.5 Stimuler les autres supports d'épargne longue

- **Dans la ligne des réflexions engagées par la Commission européenne sur les produits d'épargne de long terme (consultation UCITS VI), examiner l'éligibilité des crédits aux entreprises à l'actif des fonds et travailler à la mise en place d'OPCVM de long terme :**
- Plusieurs travaux d'expertise sont en cours sur ce dernier point, notamment au sein de l'AFG, en vue de la création d'UCI (*Undertaking Collective Investment*) de long terme. Il s'agit en effet de saisir l'opportunité des travaux communautaires pour déterminer un cadre permettant d'étendre le périmètre des investissements possibles (PME/ETI, *real assets*, infrastructures, financement de grands projets...); de mettre en place des contraintes de valorisation et de liquidité adaptées aux investissements à horizon long terme ; d'utiliser le *branding* et les outils UCITS (passeport...) affichant un gage de qualité et une possibilité de distribution européenne ;
- Quelques pistes se dessinent sur ce à quoi pourraient ressembler ces UCI Long Terme : un placement à long terme d'au moins 8 ans pour la clientèle ; une répartition de l'actif cohérente avec les besoins de long terme (Actions : 15% minimum, 20 à 25% en pratique / Obligations d'Etats européens : 25% minimum, un seul peut dépasser 5% / Obligations Banques et Entreprises : pas de minimum, un seul émetteur peut dépasser 5% dans la limite de 30%...) ; un format AIFM et non UCITS ; un cadre juridique également adapté (en termes de liquidité et de valorisation : pas de *marked to market* mais valeur d'expert...) ; un régime fiscal lui aussi cohérent (éligibilité au PEA...)...

Annexe 1 : Liste indicative des rapports et travaux sur le financement de l'économie et les investissements de long terme

- Rapport Demarigny - « *Un Small Business Act du droit boursier européen* » - mars 2010
- Paris EUROPLACE - Rapport Perrier « *Le développement de l'épargne longue* » - juin 2010
- MEDEF - « *Pour une meilleure orientation de l'épargne vers le financement des fonds propres des entreprises* » - juillet 2010
- Rapport Rameix-Giami - « *Le financement des PME-ETI par le marché financier* » - novembre 2011
- Caisse des dépôts - Rapport La Martinière - « *Assises nationales du financement à long terme* » - novembre 2011
- Comité Richelieu - « *Livre blanc 2012 des entreprises innovantes* » - décembre 2011
- Croissance Plus - Institut Montaigne - « *Financement des entreprises : propositions pour la présidentielle* » - mars 2012
- Paris EUROPLACE - « *Livre blanc 2012-2015 - 20 propositions pour relancer le financement de l'économie et de la croissance durable* » - avril 2012
- FFSA - « *Développer l'épargne de long terme en France pour répondre aux attentes des ménages et satisfaire aux besoins de l'économie* » - avril 2012
- AFIC - « *Le Livre blanc du Capital Investissement - Renforçons nos PME et ETI* » - avril 2012
- AF2I - « *Dix mesures en faveur de l'investisseur de long terme* » - juin 2012
- NYSE Euronext - Comité d'orientation stratégique PME-ETI - « *Pour la création de la Bourse de l'Entreprise* » - juillet 2012
- Commission européenne - UCITS VI consultation (*Long-Term Investments*) - juillet 2012
- Rapport Gallois - « *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française* » - novembre 2012
- Institut Montaigne - « *Restaurer la compétitivité de l'économie française* » - novembre 2012
- AMAFI - « *Propositions sur la fiscalité de l'épargne* » - décembre 2012
- Paris EUROPLACE - « *Financement des entreprises et de l'économie française - Pour un retour vers une croissance durable* » - décembre 2012

Annexe 2 : Données relatives au financement de l'économie⁸

FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN FRANCE
--

	Crédit Bancaire	Financement de marchés*		Capital- Investissement** FP PME	Fin. de marchés	Fin. bancaire
		Actions	Titres créances			
2012 (Oct.)	242	11	56	11	24%	76%
2011	248	10	29	10	16%	83%

* flux de financements nets

** 2012 estimation

Sources : Banque de
France, AFIC

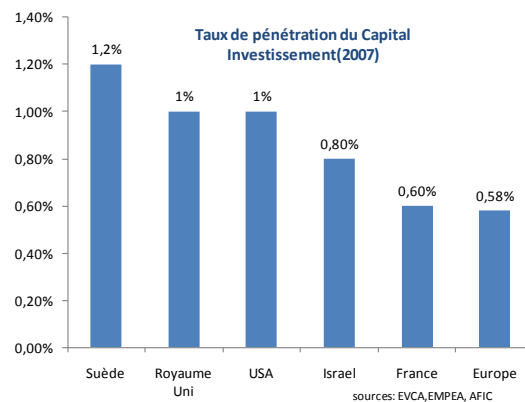
⁸ Extraits de rapports et notes de Paris EUROPLACE

Les besoins en fonds propres intermédiés des PME et ETI⁹

Si les besoins des PME/ETI en fonds propres intermédiés restent difficilement mesurables, ceux pouvant être assurés par le capital investissement peuvent toutefois être estimés par le taux de pénétration du capital investissement (défini par les montants investis par le capital investissement dans un pays rapporté au PIB de ce pays) comme l'illustre l'encadré ci-dessous :

La mesure des besoins en capital investissement¹⁰

Malgré l'importance du capital investissement français en valeur et en nombre d'entreprises financées, sa part relative au PIB est moindre qu'en Suède, au Royaume Uni, aux USA ou en Israël, où le marché du capital investissement est considéré comme mature.



En 2007, le taux de pénétration du capital investissement en France était de 0.6%, contre 0.58% en moyenne dans l'UE, 1.2% en Suède, 1% au Royaume Uni, 1% aux Etats-Unis et 0.8% en Israël.

⁹ Extraits de rapports et notes de Paris EUROPLACE

¹⁰ Données AFIC

En 2010, année de la reprise des investissements après une chute drastique en 2009, les taux de pénétration du capital investissement anglais (1.13%), américain (0.9%), suédois (0.9%), israélien (0.7%) ont retrouvé leur niveau d'avant crise. En France, le taux a stagné à 0,3% avec 6 598Mds € investis. Les montants auraient pu atteindre entre 15Mds€ et 17.5Mds€ si le taux de pénétration en France avait été proche d'un pays à industrie mature. En retenant le taux constaté de 80% d'allocation des fonds collectés à des PME et ETI françaises, le potentiel de fonds propres ainsi intermédiés serait compris entre 12 et 14Mds€.

En 2011, les montants totaux investis par le capital investissement français ont progressé de 48%, atteignant 9.738Mds€. Ils restent néanmoins en deçà des niveaux cibles estimés.

En prévision, la progression du capital investissement étant plus dynamique que l'économie dans son ensemble, on peut en attendre un taux de croissance annuel moyen supérieur à celui du PIB nominal français. Nous posons l'hypothèse d'un taux croissance du capital investissement de 5% l'an de 2010 (année de référence) à 2020, correspond au taux moyen **observé** entre 2005 et 2008. Compte tenu d'un taux de croissance nominal du PIB français inférieur à 5% l'an, ceci a pour corollaire une augmentation du taux de pénétration du capital investissement en France. Celui-ci devrait rejoindre à horizon 2020 le niveau actuel de celui des pays les plus matures.

En supposant que le pourcentage des fonds investis dans des entreprises françaises, reste stable (à 80%), le tableau ci-dessous présente les estimations en fonds propres intermédiés des entreprises françaises pour les années 2012, 2015 et 2020.

Année	2010	2012	2015	2020
Estimation des besoins en France (Mds€)				
fourchette basse (e)	12.0	13.0	15.5	19.5
fourchette haute (e)	14	15.5	18.0	22.5
Taux de pénétration				
fourchette basse (e)	0,78%	0,8%	0,82%	0,84%
fourchette haute (e)	0,90%	0.92%	0.95%	0.98%
<p>Montant investis par le capital investissement français en 2010 :</p> <p style="text-align: center;">6 509Mds€ dont 5 576Mds€ en France.</p> <p>Montant investis par le Capital Investissement en français en 2011 :</p> <p style="text-align: center;">9738Mds€ dont 7804Mds€ en France.</p>				

Le potentiel peut donc être estimé entre 19,5 et 22,5Mds€ à l’horizon de 2020. Dans un contexte où les acteurs français du capital investissement font aujourd’hui face à une raréfaction des ressources disponibles pour investir, ce potentiel semble donc, toutes choses égales par ailleurs, difficilement susceptible d’être couvert.

Rapport de la Commission N° 2

Comment rétablir la confiance des épargnants

L'intitulé de cette commission peut paraître paradoxal au regard des 1 400 Milliards accumulés en assurance vie -venant s'ajouter aux 330 milliards déposés sur les livrets réglementés - qui ne peuvent être interprétés comme un manque de confiance, a fortiori comme de la défiance d' un pays qui affiche l'un des meilleurs taux d'épargne par habitant. Cependant, une analyse plus fine du comportement et du ressenti de l'épargnant révèle clairement un manque de confiance, pluridimensionnel, revêtant plusieurs aspects très différenciés.

Révéléateur est en effet le nombre d'actionnaires individuels ayant abandonné la Bourse depuis 2008 et évalués récemment à 2 400 000. Tout se passe comme si la confiance de l'épargnant était inversement proportionnelle à son niveau d'épargne : forte avec le Livret A, très relative avec les produits plus sophistiqués. En fait, du scandale de Panama jusqu'à l'affaire Madoff, la confiance des épargnants n'a jamais cessé d'être soumise à rude épreuve.

On trouvera ci-après la synthèse des travaux effectués par la Commission N° 2 à la lumière de ses 6 séances de travail, de 5 études thématiques et des auditions de représentants de l'AMF, de l'IEFP, de FINANSOL et de NYSE Euronext.

La confiance est un concept global s'appliquant à de nombreux facteurs de nature variée, qui sont :

- les produits
- les marchés
- les intermédiaires
- la situation économique
- la fiscalité.

La commission s'est attachée à traiter les 3 premiers points dans un « esprit citoyen » consciente que seule l'épargne longue orientée vers les entreprises, est créatrice de valeurs durables pour le pays ; elle en est même le moteur essentiel de son

développement économique sachant que les investissements d'aujourd'hui seront les emplois de demain.

S'agissant de la confiance dans la situation économique, malheureusement l'épargnant a été découragé par la crise du crédit, la crise boursière, la crise économique, les perspectives de rentabilité réelle et la fiscalité, tout un environnement macro et micro-économique contre lequel il est difficile de se protéger. En fait, il s'agit de redonner confiance à l'ensemble des agents économiques - et pas seulement à l'épargnant - pour espérer le retour de la croissance, et de mettre en place les circuits de financement adaptés entre l'épargne des ménages et les demandeurs de capitaux à long terme. (Voir le rapport de la commission n°1 « Comment contribuer au financement de l'économie et au développement des investissements à long terme ? »)

La confiance dans la fiscalité, pour sa part, suppose que la règle fiscale soit simple, stable, lisible, et non confiscatoire. Elle doit récompenser la prise de risque et tenir compte de l'illusion monétaire créée par l'inflation (Voir le rapport de la commission n° 4 « Fiscalité »).

1- La confiance dans les produits

La confiance dans les produits financiers est indiscutablement liée à la confiance que l'épargnant porte à son conseiller (voir ci-dessous). En ce qui concerne plus particulièrement les produits eux-mêmes, force est de constater que les produits dits « complexes » peuvent rendre perplexe le plus averti des investisseurs; ils peuvent même le tromper comme le démontrent des exemples ayant donné lieu à des procès récents gagnés par les épargnants. On assiste, dans ce domaine, à une exubérance irrationnelle du marketing propre à entraîner la confusion chez l'investisseur, et dont la finalité est parfois davantage tournée vers l'enrichissement de l'émetteur que de celui du souscripteur. . .

Parmi ces produits certains sont à l'évidence toxiques et on peut se poser légitimement la question de savoir pourquoi et comment ils peuvent exister.

Enfin, un produit intrinsèquement bon, peut se révéler désastreux s'il s'avère inadapté aux besoins de l'épargnant en cas de misselling notamment.

Pourtant, les remèdes existent, certains sont en cours d'élaboration au niveau européen, commission et parlement, d'autres commencent à faire l'objet de réflexions chez les superviseurs.

Il s'agit d'un côté de la généralisation du document d'Informations clés, outil de base de l'information précontractuelle, à tous les produits susceptibles d'être proposés à un épargnant. Cette généralisation n'est pas sans poser des questions difficiles quant à la définition et la quantification de certains éléments de risque, mais elle est indispensable, dans un univers où nombre des produits proposés sont substituables et doivent donc pouvoir être comparés.

Du côté des produits complexes, on notera tout d'abord qu'un produit peut être simple et résulter d'un montage financier complexe, bien souvent source de coûts induits importants et bien dissimulés, ou bien apparaître simple mais comporter des clauses de réalisation complexes qui ont souvent pour conséquence une véritable tromperie sur la marchandise.

Des progrès ont été réalisés au niveau du régulateur dans le traitement de la complexité des produits mais il reste encore beaucoup à faire dans ce domaine, où la définition de la complexité d'un produit n'est toujours pas arrêtée, ni a fortiori la mesure de cette complexité.

C'est pourquoi l'accent devrait être mis parallèlement sur la toxicité des produits, toxicité qui n'a pas le même degré selon le type d'épargnant, ses besoins et objectifs en matière d'épargne et bien sûr ses connaissances en matière économique...Pour pousser la métaphore inspirée par le vocabulaire utilisé, dans l'industrie du médicament on autorise la mise sur le marché dans des conditions très encadrées, pour un certain type de maladie et de traitement. Ne conviendrait-il pas d'en faire autant dans le domaine des marchés financiers ?

Certes, les définitions et les cadrages qu'impliquent ces demandes risquent de générer un supplément de réglementation avec les risques de contournements et d'effets pervers contre-productifs qui peuvent y être liés. Mais il n'en demeure pas moins indispensable d'apporter clarification et rigueur dans cet univers bien souvent laissé à l'imagination débridée de certains experts poussés à monter des produits à haute rentabilité pour le producteur et faible intérêt pour le particulier.

A noter que *les titulaires de produits d'épargne salariale* sont, lorsqu'ils détiennent des titres de leur entreprise, exposés à un double risque : la perte de leur emploi et l'aléa économique de leur société. Des efforts de formation et de diversification sont donc nécessaires en ce domaine, ainsi qu'en gouvernance (v. infra)

Enfin des aménagements dans la gouvernance *des Perco et de l'article 83* seront les bienvenus, dans un esprit de reprise en main par les salariés du contrôle de leur épargne (voir le rapport de la commission n°3 « Epargne retraite et gestion long terme »).

De même, dans le domaine du reporting, des progrès restent à faire en termes de fréquence et de transparence.

2- la confiance dans les marchés

La confiance dans les marchés a été fortement entamée par des scandales et par les crises boursières à répétition que l'épargnant a vécues ces dernières années et qui ont engendré non seulement la perte de confiance évoquée supra mais aussi et surtout des pertes en capital.

Mais on dénombre encore d'autres causes à ce manque de confiance : parmi celles-ci, figurent l'organisation actuelle des marchés financiers, qui se caractérise par un éclatement des places de cotation et l'apparition du trading haute fréquence dont les effets pervers pour le petit épargnant ne sont plus à démontrer. La multiplicité des places de cotation a des incidences très négatives sur l'information pré et post transactions puisqu'il est quasiment impossible aujourd'hui d'agrèger en temps réel les informations en provenance des différentes places où un titre est traité, elle diminue la profondeur de chaque marché et a favorisé le développement d'opérations d'arbitrage entre diverses places de cotation, opérations qui, sous l'effet d'une compétition toujours plus aigüe et d'un progrès technologique permanent, ont donné naissance au trading haute fréquence, dont l'objet premier de réaliser des gains quasiment instantanés et qui représente aujourd'hui plus de 50% des transactions sur bon nombre de valeurs. Cela a conduit à des cotations à 4 chiffres après la virgule, absurdité au regard de la définition monétaire de la valeur unitaire d'un titre aux yeux de l'investisseur moyen.

Parallèlement l'hyper concentration de la gestion d'actifs, l'esprit moutonnier bien connu des intervenants, l'instantanéité de l'arrivée de l'information et l'impossibilité humaine à la traiter suffisamment vite entraînent des comportements de marchés extrêmes, qui peuvent apparaître totalement irrationnels, une plus forte volatilité des cours, engendrant ainsi une méfiance prononcée à l'encontre de la Bourse.

On apportera cependant une nuance à ce constat négatif selon le type d'épargnants, qu'il s'agisse de la « veuve de Carpentras » ou d'un épargnant plus entreprenant. On constate en effet que certains épargnants - plus jeunes, plus actifs - ne sont pas hostiles à une cotation à 4 chiffres après la virgule ni à la volatilité des cours dont ils escomptent bien tirer profit, en se confrontant à un marché de professionnels, avec des espoirs de gains rapides. Attention cependant à ce qu'ils ne se brûlent pas les ailes et ne se détournent alors de la bourse comme leurs anciens après les bulles des dernières années !

En revanche, une « majorité silencieuse » d'épargnants, plus long-termiste souhaite une certaine régulation et surtout une certaine protection face aux exubérances des marchés.

C'est pourquoi, forte de ce constat, la commission préconise plusieurs mesures :

- *la création d'un fixing journalier* à un instant T, spécialement dédié aux particuliers intéressés qui y verraient traiter leurs ordres, en plus des fixings d'ouverture et de clôture. Il s'agit, en fait, d'offrir aux particuliers qui le souhaiteraient, de réaliser leur transaction à un instant privilégié où se concentreraient donc leurs ordres et protégé d'une volatilité excessive. Il se pourrait aussi que certains institutionnels voient cette innovation d'un œil favorable.

- *l'interdiction du HFT* : pour la commission, il s'agit là d'une nécessité mais dont la réalisation effective et sans contournements demandera de gros efforts compte-tenu de l'importance des montants en présence et surtout de la globalisation des marchés financiers. Interdire ces transactions au niveau simplement français n'aura aucun effet, si ce n'est de rendre encore plus difficile le contrôle ou l'encadrement de ces pratiques par le régulateur national. On doit aussi rapprocher cette demande de la révision de la taxation des transactions financières mise en place récemment. Il résulte en effet de l'application du texte que les opérations intraday, opérations

typiques de trading et de spéculation pures, ne sont pas concernées puisque l'on ne mesure que les achats ou ventes nettes en fin de journée. Ainsi l'épargnant qui investit pour le long terme se trouve -t-il pénalisé par cette taxe alors que le spéculateur ne le sera pas ! On croit rêver!

- *le développement de la finance de proximité et de la finance participative*. Le rôle des CGPI devrait être aménagé et renforcé pour leur permettre d'intervenir plus facilement dans les financements de proximité. Concernant la finance participative qui connaît un essor très vif aux Etats-Unis et commence à s'implanter en France, il conviendrait de s'inspirer du Job's Act américain pour mettre en œuvre des mesures qui faciliteraient son développement, tout en préservant

- *le financement des entreprises et des infrastructures productives par l'épargne à travers les marchés financiers*.

(Sur ces deux derniers points qui concernent plus particulièrement le financement de l'économie, le lecteur se reportera au rapport de la commission C1)

- *la régulation du shadow banking*, même si la commission a parfaitement conscience des difficultés à réglementer des opérations, par définition, plus ou moins occultes. D'autant plus que toute réglementation nouvelle peut engendrer des réactions accompagnées d'effets pervers encore plus difficiles à réglementer.

Plus généralement, il s'agit de *durcir les normes de marché* sur l'intégrité des acteurs et la transparence des transactions.

- améliorer la gouvernance à tous les niveaux : pour les entreprises il convient de renforcer les pouvoirs du petit actionnaire en lui facilitant la possibilité de proposer des résolutions à l'AG par abaissement du seuil ; il y a également lieu de clarifier la notion d'administrateur « indépendant » qui ne peut être laissée à l'appréciation du conseil d'administration qui le propose et d'instaurer un droit de vote sur les rémunérations.

De même, il convient de promouvoir le rôle de l'actionnaire fidèle en le récompensant par l'octroi d'un droit de vote double lié à un engagement de durée de détention de ses titres.

La gouvernance des OPCVM laisse aussi à désirer : les petits actionnaires d'une SICAV n'ont aucun pouvoir de décision sur la nomination du conseil d'administration; de

même pour les FCP, qui sont une copropriété, gérée par la société de gestion de portefeuille qui joue le rôle du syndic d'immeuble et dont le mandat devrait pouvoir être remis en cause périodiquement.

Par ailleurs, l'épargne salariale demande un gros effort de clarification au niveau de ses structures de gouvernance qui devra être complété par un effort de formation et d'éducation financière des bénéficiaires.

3- la confiance dans les intermédiaires

La confiance dans les réseaux pose tout le problème de la formation des conseillers, la qualité de leurs conseils, et celui de la publicité.

Le problème se pose différemment selon qu'il s'agisse des réseaux ou des indépendants (CGPI)

Les grands réseaux pratiquent modérément l'architecture ouverte, le problème de leur rémunération est généralement occulté et les cas de misseling ne sont pas rares, avec les pertes de confiance qui en résultent, d'où la nécessité de veiller à l'adéquation des produits proposés aux épargnants.

De plus, concernant les produits d'assurance vie distribués par ces réseaux, force est de constater, malgré des efforts récents, qu'il subsiste encore des associations souscriptrices dépendant étroitement des leurs organismes fondateurs telles des associations-prétexte souvent sans véritable vie associative. Enfin, dans bien des cas, on constate un manque de suivi de l'épargnant une fois le contrat signé et le versement des fonds effectué.

Pour les CGPI, la législation récente a considérablement durci les normes qui leur sont imposées en matière de formation, de conseils et de transparence de rémunération qui sont de nature à accroître la confiance qui leur est portée. Par ailleurs, les CGPI pourraient se révéler de puissants auxiliaires pour la promotion de l'épargne de proximité en faveur des PME/TPE si la législation était assouplie.

En fait la véritable question qui se pose à l'épargnant est double : à savoir où placer son argent mais aussi auprès de qui placer sa confiance.

Concernant la communication financière tout en prenant acte des efforts déjà entrepris notamment par l'AMF en faveur d'une publicité sincère, exacte, et

équilibrée on relève encore de nombreuses zones d'ombre en particulier dissimulées en petits caractères en bas de page qui viennent démentir ou à tout le moins limiter les belles promesses bien visibles du haut de page. De même sur Internet des publicités appelant à la spéculation sur les devises ou sur des produits complexes devraient être mieux contrôlées.

Les besoins en matière d'éducation financière s'avérant très élevés, la taxe sur la communication financière proposée par le Président de la République devrait s'appliquer essentiellement à la publicité « produit » et bénéficier non seulement aux jeunes mais à l'ensemble des épargnants avec une priorité vers les actionnaires salariés.

Des constats qui précèdent, il est possible de tirer les conclusions suivantes :

- *une meilleure formation des « conseillers »* avec davantage de transparence, d'objectivité et une attention toute particulière portée au danger du misselling.
- *Une publicité exacte, sincère et équilibrée*, pour l'ensemble des produits offerts au public, à l'exception des produits complexes et toxiques qui ne devraient pas avoir droit à la publicité.

La nécessité d'orienter l'épargne vers des investissements longs est donc une ardente obligation. Les investissements d'aujourd'hui sont en effet les emplois de demain et l'on ne pourra les promouvoir qu'au prix d'un très sérieux effort d'éducation financière à tous les niveaux, qui iront de pair avec des efforts de **transparence**, de **traçabilité** et de **gouvernance**. La confiance est polymorphe, elle repose sur toute une chaîne de valeurs (produits, marchés, distribution, situation économique, fiscalité) et il suffit qu'un seul de ces maillons fassent défaut pour que la confiance ne soit pas au rendez-vous. C'est pourquoi, la Commission consciente de l'importance primordiale de la confiance dans le processus de création d'épargne, s'est attachée à en définir les conditions afin de la rétablir au mieux et au plus vite pour le plus grand profit de notre pays.

Rapport de la Commission N° 3

Épargne Retraite et Gestion à long terme

Nous avons besoin de l'épargne retraite !

Face à l'érosion du taux de remplacement des retraites par répartition programmé par les réformes successives et à venir, la constitution d'une épargne pour la retraite permet de sécuriser le niveau de vie futur des seniors ; d'autre part, l'épargne retraite permet de dégager un « double dividende » : en plus de la mission « sociale » de protection des futurs retraités elle met à la disposition de l'économie les ressources longues, qui font tant défaut en France aujourd'hui ; enfin l'épargne retraite repose sur deux alternatives : d'un côté des produits dédiés ou des produits omnibus utilisés de facto comme support d'épargne en vue de la retraite, de l'autre côté des produits individuels ou des produits collectifs, diversité qu'il paraît souhaitable de préserver.

Les problématiques de l'épargne retraite et de la gestion d'actifs à long terme sont en effet indissociables.

Le jeune actif qui décide d'ouvrir un plan d'épargne retraite (PERP ou PERCO) et procédera par la suite à des versements, libres ou réguliers, cherche à assurer son avenir très lointain, jusqu'à son décès plus de 60 ans plus tard en moyenne. Il enclenche ainsi une suite d'actes d'épargne sur une très longue période de 40 à 50 ans (selon l'âge de départ à la retraite), dont les fonds seront bloqués sur des durées allant de 15 à 60 ans puisque les montants ainsi investis ne commenceront à être récupérés qu'au moment du départ à la retraite. Dans l'intervalle, ces montants auront été confiés directement ou indirectement à un ou plusieurs organismes, à charge pour eux de les placer au mieux des intérêts de l'épargnant.

C'est donc un acte de confiance extrêmement important qui est ainsi accompli et assurément une des conditions de succès à l'avenir pour ces plans.

Cet acte est double : il concerne, d'une part, la capacité de la compagnie ou des fonds dans lesquels l'épargne est investie à tenir leurs engagements vis-à-vis du cotisant au terme du plan, d'autre part, leur capacité à fournir une performance

suffisante sur toute la période pour couvrir au moins la dérive inflationniste et dégager une rentabilité résiduelle.

Or, sauf à faire un véritable acte de foi, la confiance repose sur l'information, la transparence et le contrôle. Cela doit conduire à une double réflexion sur le rôle d'une part que devraient jouer les épargnants dans le contrôle de la gestion, par une meilleure gouvernance des produits d'épargne retraite, et d'autre part sur la gestion d'actifs à long terme, les supports utilisés et les outils de mesure de la performance actuellement en vigueur.

On remarquera qu'il en va de même de celui ou celle qui investit dans l'assurance vie et va volontairement bloquer son épargne jusqu'à la retraite (toutes les études le montrent, la préparation de la retraite est un des motifs les plus importants, classé souvent en premier, sinon en second, de la souscription d'un contrat d'assurance vie). Les questions sont les mêmes : capacité de la compagnie à faire face à ses engagements, capacité à gérer les encours au mieux des intérêts à long terme des assurés.

Face à ces enjeux le rôle et la responsabilité des pouvoirs publics sont évidemment primordiaux afin d'instaurer la confiance nécessaire à tout fonctionnement de marché, qu'ils agissent en tant que superviseurs ou régulateurs. A cet égard l'extrême volatilité entretenue, que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe, par la difficulté à recueillir le consensus nécessaire autour des politiques budgétaires et monétaires notamment, constitue un élément de contexte loin d'être anecdotique et assurément peu favorable à l'investissement de long terme.

Sur la question plus spécifique des normes que les pouvoirs publics, dans leur rôle de superviseur, sont susceptibles d'édicter, tant en termes de définition que de distribution des produits d'épargne, le choix fait jusqu'à présent d'une très grande liberté contractuelle tempérée par des obligations d'information lourdes mais d'une efficacité qui reste à démontrer, ne doit pas méconnaître l'intérêt à poser de façon pertinente des limites réglementaires qui constituent aussi un moyen de rendre le marché plus lisible et plus fiable pour les épargnants.

A la question sur la solvabilité des compagnies et des opérateurs, la réglementation prudentielle doit apporter réponse, et c'est le rôle des superviseurs de veiller à la

sécurité de l'épargne sous quelque forme que ce soit. Mais leur intervention n'est pas sans effet sur les méthodes de gestion des compagnies et il n'est pas inutile de s'interroger sur les moyens à mettre en œuvre pour mieux faire converger les objectifs des régulateurs et ceux des épargnants pour la retraite.

On constate en effet que cette réglementation prudentielle constitue et va constituer plus encore à l'avenir un frein à la détention d'actifs financiers longs. C'est particulièrement le cas pour l'assurance vie qui devrait être soumise à terme à la réglementation européenne Solvabilité II dont le calibrage a pour effet de pénaliser assez fortement la détention d'actifs risqués tels les actions et, plus fondamentalement, de poser un horizon de très court terme qui nie très largement à l'assurance vie sa capacité de transformer de l'épargne de court ou moyen terme en investissements de long terme. D'autre part, même dans les cas où ce frein est plus limité, par exemple les PERP, la gestion des flux financiers semble répondre aux mêmes contraintes ou à la même logique et n'est pas orientée vers la détention d'actifs longs « à risque », contrairement aux souhaits du législateur, et ce avant tout pour des raisons tenant à la comptabilisation et à la nature des engagements. Il y a donc toute une culture de la gestion longue à promouvoir, tant auprès des régulateurs, que des gestionnaires d'actifs et des clients finaux et ce sera l'objet de nos propositions dans ce domaine.

Nous nous intéresserons donc tout d'abord aux améliorations qui pourraient être apportées aux systèmes existants récepteurs de l'épargne retraite, puis à leur gouvernance et enfin à la problématique de la gestion d'actifs à long terme.

La situation actuelle de l'épargne retraite en France se caractérise par l'existence de nombreux supports, offrant une large gamme de solutions aux Français désireux d'épargner pour leur retraite. Ces produits au nombre desquels on trouve, à côté de l'Assurance-vie¹, support traditionnel et de très loin préféré des Français pour la préparation de la retraite, les Madelin, PERP, PERCO, et dans une certaine mesure les PEE, PEA et PEP ont rencontré des succès divers.

¹ L'assurance-vie étant entendue dans l'acception restreinte de produits d'épargne généralement à versements libres, souscrits dans le cadre de contrats d'assurance sur la vie avec contre-assurance décès ou dans le cadre de contrats de capitalisation.

Même l'assurance vie a semblé récemment connaître une adhésion moins inconditionnelle des épargnants. L'environnement économique et financier incertain a modifié les comportements des épargnants. Cela se lit notamment dans les chiffres de collecte nette de l'assurance vie en 2012 : l'incertitude, l'appétence pour la liquidité et plus largement la concurrence exercée par d'autres supports d'épargne financiers ou non financiers a ainsi fragilisé l'orientation de l'épargne des ménages vers le long terme.

Parallèlement les produits d'épargne retraite individuels ou collectifs n'ont pas encore atteint leur régime de croisière, même si l'on peut se féliciter de l'accroissement récent de leurs encours. Ces produits, qui bloquent l'épargne jusqu'à la retraite, sont, plus encore que l'assurance vie traditionnelle qui offre une possibilité de sortie garantie en cours de contrat, les supports naturels des investissements à long terme. Il faut donc s'interroger sur l'adéquation de tous ces produits aux besoins des épargnants et les améliorations susceptibles de leur être apportées.

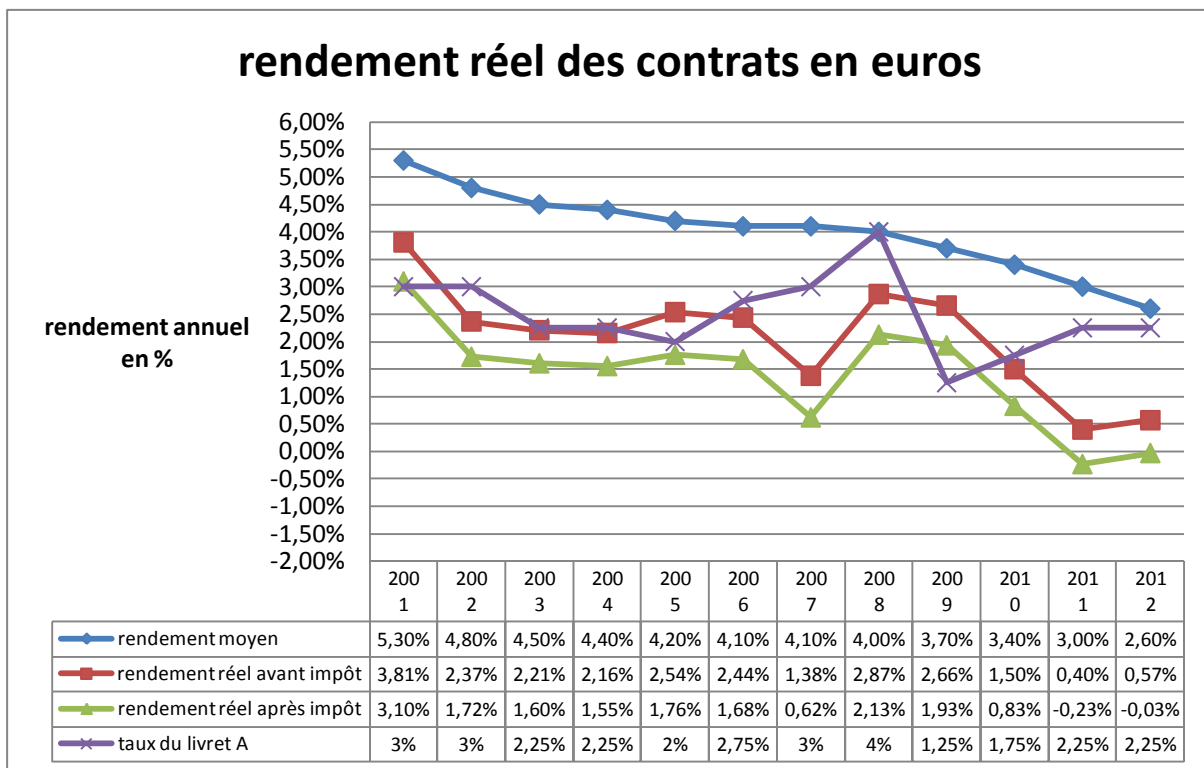
Il nous semble que la panoplie actuelle mise à la disposition des épargnants est assez vaste pour répondre à leurs besoins, et surtout que toute remise en cause de ces dispositifs ferait courir un risque de déstabilisation des encours et des flux, qui ne pourrait être qu'au détriment des épargnants. Elle offre à travers les PERP et les PERCO, pour prendre les exemples les plus emblématiques, deux types de produits devant répondre au besoin de préparation à la retraite, l'un collectif offrant à l'épargnant la possibilité de bénéficier du savoir faire des sociétés de gestion de portefeuille, l'autre individuel reposant en outre sur la capacité de l'assureur à faire face à la promesse de rente, promesse plus ou moins substantielle d'un contrat à l'autre. Mais on ne peut que regretter le fort alourdissement à 20% du forfait social imposé à l'épargne retraite dans le cadre des Art 83 et des PERCO et donc demander un retour le plus rapide possible au niveau antérieur de 8%, comme c'est le cas pour la prévoyance collective.

Dans le souci, répétons-le, de ne pas déstabiliser un peu plus un marché de l'épargne fragilisé par les modifications incessantes de la fiscalité au cours des années récentes, nous nous sommes attachés à proposer des améliorations limitées des systèmes

existants susceptibles d'être mises en œuvre facilement et dont l'effet devrait être positif à court terme.

I Adapter l'eurodiversifié

Parmi les contrats existants, dont les caractéristiques répondent à l'objectif d'épargne longue et qui ne devraient pas être pénalisés par la future réglementation prudentielle européenne, figurent les contrats dits eurodiversifiés, plus exactement les contrats d'assurance vie diversifiés, qui ont été introduits en 2005 dans le code des assurances. Il s'agit d'une nouvelle catégorie de contrats d'assurance de groupe qui, en contrepartie d'une garantie de capital offerte seulement au terme, et non de façon permanente comme dans les contrats classiques en euros, permet à l'assureur de placer une plus grande part des capitaux collectés en actifs risqués, et donc à l'assuré d'espérer une rentabilité plus élevée de son placement. Or la période actuelle est marquée par une décrue régulière des rendements des emplois et de la rémunération des fonds en euros, qui restent cependant encore attractifs par rapport à de nombreux autres produits d'épargne, érosion qui pourrait justifier une évolution de l'offre d'assurance vie.



Sources : FFSA - EuroFinuse (chiffres 2012 : estimation Eurofinuse)

D'autre part, les normes prudentielles à venir auront pour effet de limiter voire d'empêcher l'investissement en actifs longs risqués dans l'actif général des compagnies d'assurance, ce qui ne peut que diminuer la rentabilité de cet actif. L'épargnant a donc besoin qu'on lui propose des produits plus rentables assortis d'un certain niveau de garantie, tels les eurodiversifiés. Par le biais d'investissements longs en actions rendus plus aisés dans ce cadre, les assureurs pourraient de leur côté répondre aux besoins de financement de l'économie et des PME, sans être pénalisés sur le plan des besoins en fonds propres.

Ces contrats peuvent être revêtir la forme de contrats d'assurance classiques ou de PERP. Dans tous les cas, ils rencontrent des difficultés de commercialisation liés à plusieurs facteurs :

- L'attrait encore très fort du classique fonds en euros, liquide, garanti à tout instant et dont les rendements, nets de fiscalité restent les meilleurs du marché
- L'eurodiversifié introduit une notion nouvelle de partage du risque dans le temps entre l'assureur et l'assuré qui nécessite une formation adéquate des réseaux en termes de commercialisation
- Des exigences réglementaires lourdes en matière d'information et des coûts de gestion significatifs
- L'impossibilité d'ajouter ce type de fonds dans un contrat multi supports classique.

Par ailleurs, contrairement à ce que l'on pourrait attendre, la part d'actifs risqués détenus aujourd'hui par les assureurs en contrepartie des engagements sur contrats diversifiés semble relativement faible par rapport à ce que la réglementation permettrait, ce qui pose le problème de la culture de la gestion longue, même chez les professionnels !

Faciliter la commercialisation des contrats euro diversifiés, c'est, dans un premier stade, faire en sorte que les fonds euro diversifiés puissent être proposés, conjointement aux fonds en euros classiques, comme un support dans le cadre des multi supports. En effet aujourd'hui l'épargnant détenteur d'un contrat multi support

et qui souhaite investir son épargne sur un fonds eurodiversifié doit ouvrir un nouveau contrat et ne peut pas utiliser, par exemple, l'ancienneté d'un contrat existant. Il conviendrait donc de substituer à la notion de contrat diversifié celle de support eurodiversifié, éligible aux contrats d'assurance vie multi supports aux côtés du fonds en euros et des unités de compte.

Cette mesure permettrait une familiarisation progressive des épargnants à ce type de contrat, limiterait considérablement le risque de lancement encouru par l'assureur sur ce type de support réellement innovant et procurerait d'indispensables économies d'échelle.

A un second stade, le fonds eurodiversifié pourrait être partagé entre plusieurs produits d'assurance vie proposés par l'entreprise d'assurance. Le fonds étant cantonné, soumis à une comptabilité auxiliaire d'affectation et justiciable, de par son fonctionnement, d'une gestion actif/passif plus exigeante qu'un fonds en euros classique, cette mutualisation réduirait considérablement les coûts de lancement et de gestion. Elle devrait en revanche impérativement s'accompagner de stricts garde-fous en ce qui concerne les droits à participation aux bénéfices des assurés qui, par principe, à situation identique devraient être traités de façon identiques, quel que soit leur contrat d'assurance au titre duquel ils investissent dans le fonds eurodiversifié.

Par ailleurs, une mise en cohérence prudentielle (en supprimant la limitation à 3,5 % du taux d'actualisation²) et un assouplissement des règles de distribution des bénéfices, représenteraient autant d'obstacles levés au développement du produit.

II Renforcer les atouts des contrats de retraite Madelin

Le premier mérite d'un contrat de retraite est bien sûr d'assurer à son bénéficiaire un complément de revenu à vie, c'est-à-dire de le prémunir contre le risque viager. Toute couverture de risque s'appuie sur la constitution d'une mutualité, et c'est pour cela que les contrats Madelin, comme les PERP, sont des contrats de groupe associatifs.

Afin de permettre à ces contrats une gestion de très long terme, adaptée à l'horizon des engagements pris au passif, deux dispositions complémentaires seraient particulièrement opportunes :

² Evidemment inopérante avec les niveaux de taux actuels, mais très pénalisante au cas où les taux remonteraient.

- D'une part permettre la mise en place d'un cantonnement avec privilège pour les engagements souscrits au titre des contrats de retraite Madelin, le cantonnement constituant un élément essentiel pour garantir aux assurés une juste politique de participation aux bénéficiaires ;
- D'autre part, afin de protéger la mutualité, prévoir la possibilité d'imputer sur la valeur de transfert tout ou partie des moins-values latentes, à l'instar de ce qui est prévu pour le PERP. Cette seconde disposition suppose évidemment que les contrats concernés bénéficient du cantonnement, seul moyen d'identifier formellement les moins-values du fonds.

Ces aménagements pourraient éventuellement se faire au sein du régime des activités de retraite professionnelle supplémentaire, qui bénéficient déjà du principe du cantonnement.

III Renforcer le contrôle des dispositifs d'épargne retraite par les salariés et les bénéficiaires dans le cadre d'une meilleure gouvernance inspirée de celle des associations d'épargnants dans le cadre de l'assurance-vie.

Il est bon de rappeler que les sommes investies dans le cadre de ces produits appartiennent aux salariés bénéficiaires de ces plans. Il est donc naturel que ces derniers puissent exercer démocratiquement leurs droits dans le cadre de la gestion de ces sommes. Celles-ci sont de plus bloquées ce qui rend d'autant plus cruciale la surveillance de leur gestion par les intéressés. Or les seuls cas où les salariés sont représentés, et en général pas par des représentants élus, sont ceux des Fonds commun de placement d'entreprise et de certains contrats de l'article 83 où existe un conseil de surveillance composé de représentants du personnel nommés par les syndicats. Dans ces cas, il est créé un conseil de surveillance paritaire avec plus de la moitié des membres nommés par les syndicats pour représenter le personnel, le reste des membres représentant la direction et parfois l'assureur (art 83). On pourrait donc s'interroger sur la possibilité de faire élire les représentants des salariés directement par ces derniers, comme c'était le cas pour les PERE dont la disparition est programmée au profit des Art 83.

Cette préconisation est cohérente avec celles de la Commission n°2 relatives à la gouvernance des SICAV et des FCP dont l'objectif est de redonner aux porteurs de parts de ces organismes le pouvoir de choisir le meilleur gestionnaire, en toute indépendance.

IV Rendre plus attractive la sortie en rente des produits d'épargne retraite Seule la rente, qui transfère l'aléa de longévité sur l'assureur, répond au besoin de retraite, à savoir procurer un complément de revenu garanti à vie.

Cependant, nombre de Français recourent pour préparer leur retraite pendant leur vie active, à des produits d'épargne, comme l'assurance vie ou le PERCO, sans disposer, une fois la retraite venue d'un cadre pour sortir en rente qui soit entouré des mêmes garanties que celles offertes par le PERP (cantonement et gouvernance associative). Ils n'auront pour ainsi dire fait que la moitié du chemin.

Or, familiariser les Français avec la gestion du risque de longévité est un défi non moins important, dans la perspective du recul prévisible des prestations des régimes obligatoires que les familiariser avec la gestion du risque d'investissement. C'est pourquoi une réflexion sur l'épargne en vue de la retraite passe nécessairement par la promotion de la rente.

A cet égard, le produit le mieux adapté à la rente, le PERP, pâtit d'un « effet tunnel » plus considérable que tout autre produit du marché (à égalité avec le Madelin), puisqu'il voit l'épargne bloquée pendant sa phase de constitution et également pendant celle de rente.

Ce blocage est cohérent avec son régime fiscal, qui prévoit la déduction des sommes versées en contrepartie de l'imposition de l'ensemble des rentes versées. Le Plan d'épargne retraite populaire est en effet assujéti à un régime fiscal analogue à celui des régimes obligatoires, reposant sur la déduction des sommes versées à l'entrée, les prestations étant imposées à l'impôt sur le revenu, et de ce fait, nécessairement en rente.

Mais ce dispositif, s'il est tout à fait légitime et encourage en outre à un effort régulier d'épargne tout au long de la vie, ce régime fiscal est par trop exclusif. Un Plan d'épargne retraite populaire est en effet avant tout un produit de rente qui

devrait pouvoir être assujéti, sur option de l'adhérent, à la fiscalité de la rente viagère à titre onéreux qui est la fiscalité de droit commun de la rente.

Cette option ouvrirait notamment le Plan d'épargne retraite populaire à tous les épargnants qui, préférant constituer leur épargne dans un cadre liquide avant de prendre leur retraite, recherchent une fois la retraite venue un produit de rente leur donnant les meilleures assurances consoméristes et prudentielles.

V) Promouvoir une culture de la gestion financière à long terme

Quel que soit le produit d'épargne-retraite utilisé par les ménages, il est très important que la gestion financière soit en adéquation avec l'horizon de placement des ménages et leur degré de tolérance au risque.

Cette exigence recouvre deux dimensions, dont la deuxième est trop souvent occultée.

D'une part, la prise de risque doit être efficiente, c'est-à-dire qu'elle doit être justifiée par les perspectives de rendement des différents placements, et leurs risques relatifs compte tenu notamment de l'horizon de placement. Dans ce cadre, il est en effet bien connu que le risque dépend crucialement de l'horizon. Par exemple, une obligation à très long terme indexée sur l'inflation émise par un Etat aux finances publiques solides est sans risque pour l'investisseur à long terme épargnant pour sa retraite, alors qu'elle sera très risquée, compte tenu des variations de cours liées aux changements de taux d'intérêt, pour un investisseur à court terme.

Mais le rôle du gérant financier à long terme ne se limite pas à cette recherche de la « frontière d'efficience » propre à l'épargne retraite. D'autre part, l'épargnant non professionnel a aussi besoin d'être éclairé sur la nature des risques qu'il supporte, compte tenu de son horizon de placement, et sur les gains qu'il peut espérer en retour. Ce rôle d'information est particulièrement important dans les phases de tensions sur les marchés où l'épargnant doit faire la part des baisses conjoncturelles sans véritable impact sur son patrimoine futur, voire offrant l'opportunité d'investir à bon compte !, relativement aux baisses durables traduisant un changement profond de l'environnement économique. Ce rôle d'information est essentiel. Sans information de qualité, l'épargnant peut selon les cas surévaluer ou sous-évaluer les risques avec des conséquences importantes sur son bien-être actuel ou futur.

Sur ces deux dimensions, recherche de la « frontière d'efficience » et communication aux épargnants, la situation actuelle ne nous paraît pas totalement satisfaisante. D'ailleurs, la fuite actuelle des épargnants hors des placements risqués ne nous paraît pas être uniquement due aux contraintes réglementaires déjà citées ou aux crises d'ampleur exceptionnelles qui se sont enchaînées depuis l'année 2000. Des allocations d'actifs souvent inadaptées, par exemple trop chargées en actions au pic de la bulle internet, et une communication de crise insuffisante ont probablement contribué à saper la confiance des épargnants dans le placement en actions ou certains fonds diversifiés de type « équilibré » ou « dynamique ».

Améliorer dans la durée les techniques de gestion financière/communication à long terme nous apparaît ainsi comme un enjeu majeur. Il s'agit d'un vaste chantier qui demandera la mobilisation de tous les acteurs concernés, Universitaires, Etat, Régulateurs, Etablissements financiers, Intermédiaires, Partenaires sociaux et nous ne prétendons pas ici donner une solution clef en main. Mais quelques pistes de réflexion plus concrètes sont utiles. Nous allons brièvement traiter ici de la question de la préférence parfois excessive accordée à la liquidité des placements et celle du rôle très contraignant joué par les « benchmarks stratégiques » rigides dans la gestion d'actifs.

La préférence excessive à la liquidité

L'épargne longue peut en principe se positionner sur des titres peu liquides et bénéficier ainsi de ce que l'on appelle la « prime d'illiquidité ». Mais dans la réalité, il se pose la question des supports utilisés dans le cadre d'une gestion à long terme. Il s'agit souvent d'organismes de gestion collective, fonds communs ou SICAV ouverts au public et dont le passif est en principe exigible avec un préavis de rachat court. Dans ces conditions, le gérant n'a pas d'autre choix que de privilégier les titres liquides lui permettant de faire face à ces demandes de rachat potentiel. D'ailleurs, cette prudence légitime est fortement encouragée par les régulateurs, compte tenu des difficultés apparues en 2007-2008 sur des fonds ayant toléré un trop grand écart entre la liquidité de l'actif et celle du passif. Cette divergence peut de fait encourager les phénomènes de « run » similaires à ceux affectant les dépôts bancaires en l'absence de garantie des dépôts : si un investisseur craint des rachats de la part d'autres

investisseurs, rachats conduisant à une baisse de la valeur liquidative (vente à prix cassé de titres illiquides), il est incité à sortir le premier. Il existe donc un risque de panique et de cercle vicieux. Ce risque est cependant en partie dépendant des règles de valorisation des fonds : le « swing pricing », qui fait payer à celui qui vend ses parts le prix de la faible liquidité, constitue une réponse partielle aux risques que fait peser un désajustement entre la liquidité de l'actif et celle du passif.

En tout état de cause, à la fois pour faire bénéficier les épargnants des primes de liquidité et pour favoriser le financement en actions ou dettes des émetteurs de taille moyenne, il semble indispensable de favoriser le développement de produits d'épargne bien adaptés à l'investissement dans des titres peu liquides. Il peut notamment s'agir des SICAF, sociétés d'investissement à capital fixe dont les actions ne sont pas rachetables et dont le porteur ne peut se défaire que par une vente en bourse. Il peut aussi s'agir de fonds avec des règles de souscription/rachat plus strictes, adaptées à l'investissement à long terme. Le besoin de nouveaux types d'OPCVM spécifiquement dédiés au long terme est d'ailleurs largement reconnu. La Commission européenne réfléchit à un type nouveau de produit d'épargne longue et l'AFG a également entamé une réflexion sur la création de « fonds communs d'investissement productif de long terme » qui reposeraient sur des règles spécifiques de souscriptions/rachats, mais aussi en matière de valorisation.

Le rôle contraignant joué par les « benchmarks stratégiques ».

En complément des exigences parfois excessives pesant sur la liquidité des placements, l'univers de la gestion d'actifs est aujourd'hui soumis à une double dictature : celle du benchmark qui impose de se mesurer en permanence à une référence soumise aux variations instantanées des marchés, celle du classement qui conduit à se comparer en permanence à ses pairs. Les contraintes de benchmark dans la gestion diversifiée ont été très coûteuses pour les investisseurs dans les cycles financiers marqués des 15 dernières années. Les allocations ont généralement été trop peu sensibles à la cherté des marchés et les investisseurs étaient d'ailleurs beaucoup trop chargés en actions au pic de la bulle internet en 1999-2000.

De fait, la gestion diversifiée traditionnelle benchmarkée est aujourd'hui en crise et a perdu en partie la confiance des investisseurs institutionnels et des épargnants. Le

raisonnement selon lequel il existerait une hiérarchie relativement stable des rendements relatifs des différentes classes d'actifs, et donc une allocation « normale » d'un patrimoine diversifié, déclinée sous forme de benchmark, a été remis en question par les cycles financiers marqués des dernières décennies. La cherté relative des actions, des obligations (d'Etat ou d'entreprise) et des placements monétaires en différentes devises varie au cours du temps et les gestionnaires diversifiés, même à long terme, doivent avoir la flexibilité pour s'ajuster aux cycles.

De fait, la période récente a été marquée par la montée en puissance de la gestion flexible ou de performance absolue. Mais le risque de cette gestion sans benchmark, c'est qu'elle ne perde par la même occasion son ancrage à long terme et ne devienne orientée à trop court terme. Quand les actions sont à un prix raisonnable, et plus encore quand elles sont sous-évaluées, l'investisseur à long terme doit savoir accepter les risques du court terme pour privilégier la performance à long terme. Mais cette préférence maintenue au long terme n'est pas facile pour le gérant « flexible » qui subit la pression d'investisseurs soucieux d'éviter des pertes, même temporaires.

Au final, il faudrait favoriser l'émergence de produits diversifiés flexibles, c'est-à-dire dégagés de la dictature des benchmarks, mais qui resteraient clairement ancrés dans le long terme. **En d'autres termes, le gérant à long terme doit rester focalisé sur l'analyse des risques et rendements à long terme.** La suppression de la dictature du benchmark ne doit surtout pas être le prétexte pour une gestion plus « court termiste », mais au contraire permettre une véritable analyse prospective des risques et des rendements qui ne soit pas le simple reflet du passé (comme le sont généralement les hypothèses qui sous-tendent le choix du benchmark). Cette indispensable analyse à la fois prospective et flexible sur les profits, la croissance, l'inflation doit par ailleurs permettre une communication de qualité auprès des investisseurs.

Comment favoriser ainsi la création de ce qui s'apparente à une nouvelle classe d'actifs « gestion à long terme », marquée (1) par l'acceptation d'un risque raisonnable d'illiquidité, (2) l'étude approfondie et prospective des rendements et des risques et (3) une communication adaptée sur ces questions selon la nature des porteurs de parts (investisseurs institutionnels ou ménages) ?

En amont, la recherche sur ces questions devrait être encouragée, notamment en s'appuyant sur les fondations de recherche de l'Institut Louis Bachelier avec le soutien du pôle Finance Innovation.

Par ailleurs, pour encourager les gérants d'actifs à s'inscrire dans cette démarche, on pourrait envisager le lancement au niveau national d'un fonds d'allocation d'actifs destiné aux investisseurs de long terme que sont les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les fonds de pension, le FRR.... Alors que le fonds de place Emergence vise de façon générale à encourager l'innovation financière sur la Place de Paris, ce nouveau fonds serait uniquement concerné par le développement de techniques de gestion à long terme répondant à un cahier des charges précis. Cette initiative permettrait les échanges d'expérience et l'identification des meilleures pratiques en matière de gestion et de reporting orienté à long terme. On peut d'ailleurs imaginer que cette initiative qui mobiliserait des intervenants très variés débouche à terme sur un label « gestion à long terme » conditionné par le respect des meilleures pratiques. Ces fonds labellisés pourraient alors être ouverts au public. Il s'agit d'un projet ambitieux qui pourrait se développer sur les 2 ou 3 prochaines années.

Rapport de la Commission N° 4

Adapter la fiscalité au développement de l'épargne longue et au financement de la croissance

Il peut paraître anachronique ou inutile de se préoccuper de la situation fiscale de l'épargne tant les vents semblent contraires.

Aux vents tourbillonnants des marchés répond le vent mauvais de la fiscalité. L'un et l'autre soufflent contre l'investissement long et l'investissement à risque.

Le nombre des actionnaires diminue très sensiblement. Les créateurs d'entreprise ont du mal à trouver des financiers accompagnateurs.

Et pourtant la création d'entreprises, la création d'emplois passent par l'existence d'investisseurs acceptant le risque long et l'illiquidité. Ce n'est pas la création d'emplois publics ou d'emplois aidés qui permettra la réduction durable du chômage, seuls les emplois marchands sont créateurs de valeur.

La disparition de plus de deux millions d'actionnaires en quelques années, le rôle plus que limité de la bourse dans le financement des entreprises et la place réduite de la part financière dans le taux d'épargne des ménages (7% sur 17%) font qu'il serait irresponsable de ne pas au moins tirer le signal d'alarme. Le fait que les sociétés du CAC 40 qui étaient contrôlées à 35% en 1999 par des actionnaires étrangers, le seraient à 43,3% en 2011 est aussi préoccupant. D'autant plus que les pouvoirs publics engagés dans un combat difficile contre les déficits privilégient la voie des hausses fiscales à celle de la baisse des dépenses. Ce choix assorti d'appréciations politiques négatives sur les « riches » oublie que l'investissement ne peut être séparé du risque. Or le risque ne peut-être pris que par l'épargnant, c'est-à-dire celui disposant d'un certain niveau de patrimoine et de revenu. On ne peut demander aux contribuables modestes d'assurer les risques de l'investissement long ou des marchés.

Les pouvoirs publics, impécunieux, ne peuvent en rien remplacer l'initiative privée ou individuelle. La Banque Publique d'Investissement est au mieux une accompagnatrice

pas une créatrice. Utile, certes, en apportant une garantie, un coup de pouce qui permet aux créateurs de passer la période initiale sans résultats suffisants.

Enfin, le risque de délocalisation physique de citoyens ne doit pas être pris à la légère. Après tout, la France a besoin de tous ses talents, surtout dans la situation actuelle. Agiter des chiffons rouges (taux de 75% et rétablissement d'un ISF lourd absent chez la plupart de nos voisins) ne peut servir de politique même au nom de l'exception française. Avoir ouvert les frontières financières dès 1989, avec notamment M. Bérégovoy, implique une certaine cohérence incompatible avec une politique qui paraît inspirée par des titres de journaux joyeusement agressifs.

La récente décision des électeurs du canton de Berne de maintenir inchangé le forfait fiscal favorable accordé aux seuls étrangers s'installant dans ce canton ne peut être imitée mais mérite au moins réflexion. Certes, il s'agit d'un régime d'incitation assez agressive, critiquable à certains égards ; mais ne faut-il pas au moins se garder d'apporter un peu plus d'eau au moulin bernois et ce faisant, de confirmer le bien fondé du choix fait par les Helvètes.

Nous terminerons cette introduction en jouant, procédé inhabituel dans un rapport, au jeu de « Qui a dit quoi ? »

Qui a dit ?

« Rien n'est pire que les changements incessants de dispositifs et de régimes, de douter de la pérennité d'un mécanisme, de penser qu'il y a un effet d'aubaine qui doit être saisi parce que la donne peut être modifiée ».

Et qui a dit ?

« Le deuxième axe de compétitivité, c'est le financement de l'économie. La France souffre d'une insuffisante orientation de l'épargne vers l'investissement productif. La création de la banque publique d'investissement y répondra ».

Comment ne pas adhérer à ces mots et préoccupations forts de compétitivité, de financement de l'économie, d'orientation de l'épargne vers l'investissement productif, de stabilité et de simplicité du cadre fiscal ?

Mais comment comprendre que ceux qui ont fait ces déclarations :

- proposent de majorer substantiellement l'imposition des dividendes, intérêts et plus-values sur valeurs mobilières ;
- en bouleversant les régimes applicables à ces trois produits dans des projets faisant trois voire quatre pages très difficilement lisibles et accessibles ;
- et enfin, à l'inverse de l'orientation vers les placements longs, viennent d'élargir le champ de l'épargne liquide exonérée.

Nos lecteurs avertis ont certainement identifié les auteurs. M. François Hollande pour la première déclaration lors de la remise du Prix de l'Audace créatrice quelques jours avant l'annonce du budget 2013 et la seconde est tirée d'une interview de M. Pierre Moscovici (Le Monde du 30 septembre 2009 et 1^{er} octobre 2012) au lendemain de l'annonce du projet de loi de finances.

Y aurait-il chez nos dirigeants un côté Mr. Hyde et un côté Dr. Jekyll ? La maxime latine « *verba volant, scripta manent* » garde toute sa pertinence, elle ne constitue qu'une maigre consolation morale.

Nous aborderons la politique fiscale de l'épargne sous trois angles :

- celui des objectifs qui nous paraissent à privilégier et de nature à répondre à la transparence nécessaire à l'investisseur, à la stabilité indispensable à l'investissement long et à la modération fiscale seule à même d'assurer la récompense du risque ;
- celui des faits sur la véritable charge fiscale pesant sur l'épargne financière en se détachant des jugements à l'emporte pièce ou des anathèmes. Ce n'est que sur un bilan chiffré (l'état des lieux) que l'on pourra fonder une politique ;

- celui des propositions, même si les vents mauvais identifiés semblent leur laisser peu de chances.

I- Objectifs d'une fiscalité de l'épargne cohérente et efficace

Il ne s'agit pas de plaider pour une fiscalité zéro mais de faire que celle-ci ne vienne pas contrarier le meilleur emploi de l'épargne : c'est-à-dire la longueur de l'investissement et le risque pris.

A- *L'investisseur doit pouvoir à l'instant « T » de sa décision, connaître précisément le régime fiscal,* il est évident que cette nécessité s'adapte très mal à la complexité spécifique à la France.

C'est ainsi que pour un investissement en actions, six impositions distinctes sont à prendre en compte :

- l'IS
- la contribution additionnelle de 3% sur les bénéfices distribués
- les prélèvements sociaux
- l'IR
- l'imposition des plus-values
- l'ISF, s'il y a lieu

Ces impositions ont chacune leurs règles. Elles sont pour une large partie cumulatives, leur prise en compte à chaque niveau n'est pas ou que très partiellement neutralisée (déduction ou abattement réduits). Il n'y a aucune unicité de taux même limitée. Des surtaxes, exceptionnelles ou non, se surajoutent. L'ISF vient coiffer le tout.

En bref, l'investisseur est hors d'état de calculer avec une certaine exactitude, un rendement net après impôt sur la base de prévisions économiques liées à son activité ou investissement d'autant plus que l'inflation n'est, en général, pas prise en compte. Certes, on ne peut rêver d'un régime parfait. Mais reconnaissons que la complexité française a rendu le régime de droit commun largement illisible. Or c'est celui qui devrait être le plus clair. Une simplification est un objectif prioritaire.

B- *La complexité inhérente à nos nombreuses impositions est aggravée par une mobilité permanente.*

Le taux des plus-values sur valeurs mobilières a connu depuis 1990 près de vingt changements (taux ou assiette). Le régime des dividendes n'a cessé d'être modifié depuis 2005. Les prélèvements sociaux ont la bougeotte.

Naturellement, les mouvements sont essentiellement à la hausse notamment depuis les années 1990. Le PLF 2013 rebat toutes les cartes.

On ne peut espérer une stabilité mais il pourrait y avoir une moindre mobilité. Pour ce faire, il faudrait d'abord que les pouvoirs publics cessent d'utiliser les impôts divers frappant l'épargne pour faire l'appoint de leurs recettes fiscales. Ensuite, quand on corrige des textes inadaptés (ex. plus values aujourd'hui) ceci se traduit par une complexité accrue très souvent pour simplement éviter de « perdre la face ».

C- *Ceci débouche sur une exigence majeure qui est de mesurer chaque disposition nouvelle en prenant en compte le passé.*

Il est inexact pour ne pas dire malhonnête, d'annoncer une hausse d'un impôt d'un point ou deux en n'indiquant que le produit espéré par les autorités sans préciser le niveau global atteint et les précédents épisodes de hausse de cette imposition et de toutes celles frappant le produit en cause.

Ce bilan régulier pourrait déboucher sur de sages réflexions (les prélèvements sociaux sur l'épargne sont ainsi passés presque subrepticement de 1,1% à 15,5% en 20 ans) et surtout sur l'appréciation du solde net pour l'investisseur. On verra que cette absence d'analyse préalable aboutit à des taux de prélèvements exorbitants et allant au-delà des intentions mêmes des auteurs des mesures. Il y aurait même une forte logique d'adapter les barèmes d'impôt chaque année en tenant compte du rendement réel des produits (trop complexe sans doute).

D- *Le régime français est caractérisé par un droit commun très sévère (plus que chez nos voisins) mais des régimes favorables importants (PEA, PEE, Assurance-vie, PERP, PERCO...). Ceci conduit à s'interroger sur le bien fondé de cette approche. Elle*

semble, à certains égards, faire peu confiance à l'investisseur qui aurait besoin d'être conseillé, orienté et encadré.

Il nous semble dans un premier temps que l'on devrait marquer une préférence pour un droit commun modéré laissant à chacun sa liberté de choix. Cette approche libérale, dans le bon sens du terme, consiste à ne pas se substituer aux décisions des agents économiques. Cette préférence constitue aussi un jugement à long terme sur l'action publique qui manque de souplesse et de capacité d'adaptation.

Encore faut-il un droit commun à taux faible et à base large, ce qui non seulement est loin d'être le cas aujourd'hui mais le sera encore moins demain après le PLF 2013. Cette réalité, regrettable, conduit le groupe à conseiller de ne pas toucher aux régimes favorables pour ne pas déstabiliser des épargnants un peu perdus devant les hausses fiscales et les désordres du marché.

Dorénavant, s'il doit y avoir des régimes favorables incitatifs, il nous semble que ceux-ci devraient remplir deux qualités :

- être simple (le régime du capital risque est certes utile mais que de textes d'application !) ;
- être stable ou plus exactement se voir conférer une durée précise pendant laquelle aucun changement ne peut intervenir. Au terme de cette durée, le régime est modifié, supprimé ou prorogé sans omettre d'organiser le cas échéant, la « sortie » des épargnants.

E- *Tout régime de l'épargne doit tenir compte de la durée de l'investissement et du risque. C'est là une exigence majeure et conforme à l'intérêt de l'économie.*

On ne saurait taxer une plus-value réalisée en six mois comme une obtenue après vingt ans de conservation.

Le paradoxe français est que les régimes les plus favorables, c'est-à-dire à fiscalité zéro sur les revenus concernent les produits totalement liquides et *a priori* sans risque (livrets A, Bleu, de développement durable). Cette situation, que l'on veut élargir

encore est, au demeurant sympathique, mais elle donne un mauvais signal aux épargnants surtout assortie d'un durcissement de la fiscalité des autres produits longs et à risque. Il est vrai que certains dans le gouvernement (Mme Fleur Pellerin) vont jusqu'à classer dans la « rente » le placement en actions. Les actionnaires d'Alcatel ne doivent pas savoir qu'ils sont rentiers (le cours est passé de 100 € à 0,80 € environ).

F- Enfin, et même si cela dépasse en partie le cadre de la fiscalité de l'épargne *stricto sensu*, il nous paraît essentiel d'être attentif à la démographie dans ses implications relatives à la transmission comme celles concernant la retraite et la dépendance.

Tout d'abord, la préoccupation de transmettre aux générations futures est inhérente à l'acte d'épargne. On n'épargne pas seulement pour soi. On le fait en espérant en faire profiter ses héritiers. A cet égard, la transmission est taxée, et ce n'est pas illogique mais cette imposition doit tenir compte de l'âge du donateur. Il faut absolument favoriser les donations anticipées qui assurent le dynamisme de notre économie.

Pour rendre ce débat serein hors tout jugement de valeur sur la richesse, il est souhaitable de se référer à une donnée sûre, la démographie. En 60 ans (1950-2010), l'espérance de vie est passée de 63,4 à 78,1 ans pour les hommes et de 69,2 à 84,8 ans pour les femmes. Hériter de ses parents à 50 ans et au-delà n'est pas économiquement performant et dynamisant. Si l'on veut que l'héritage soit le plus utile, il faut pousser les donateurs à agir le plus tôt possible. Tel était le sens des dispositions adoptées à compter de 1991, complétées en 1998, 2004 et 2006 portant à la fois sur les taux de réduction pour donations anticipées et la période de non rapport fiscal. A noter que ces dispositions réalisaient un consensus droite/gauche rare à souligner. Les mesures en faveur de l'anticipation des transmissions avaient fait l'unanimité autour d'elles. Ce dispositif a été très sérieusement « détricoté » par la loi de juin 2011 pour financer la baisse de l'ISF. Le nouveau gouvernement s'apprête à annuler cette dernière réforme tout en gardant les mesures prises pour son

financement et a même déjà décidé d'aggraver la situation (rapport fiscal porté de 10 à 15 ans...).

Par ailleurs, dans la dernière loi de finances rectificative pour 2012 une disposition a tenté de durcir la donation-cession de titres. Elle consiste à obliger le donataire à conserver 18 mois au moins les titres reçus sauf à être imposé sur une plus-value calculée sur la base du prix de revient du donateur. Une telle contrainte n'existe pas en cas de succession (la cession est libre et la plus-value est calculée sur la valeur à la date du décès). Le Conseil constitutionnel a annulé cette disposition dans la mesure où le donataire ne peut être imposé sur un enrichissement du donateur et où le non respect du délai de dix-huit mois ne paraît pas un critère objectif pour identifier l'opération anormale.

Le paradoxe est que les mesures prises en 2011 et 2012 vont à l'encontre du discours en faveur du dynamisme et de la jeunesse. Si telle ou telle famille peut aider un jeune ménage à s'installer ou la création d'une nouvelle entreprise, ne serait-il pas du devoir des pouvoirs publics d'encourager les intentions libérales ? Si on ne le fait pas, on prend le risque de voir les biens familiaux gelés jusqu'à un âge du « *de cuius* » de 85-95 ans et des sexagénaires forcément moins enclins aux projets nouveaux devenir héritiers.

Cela étant, la réflexion doit intégrer deux autres données issues aussi de la démographie. Il s'agit d'abord du vieillissement global de notre société (voir données chiffrées ci-dessus) qui rend peu assuré le financement de la retraite par répartition et indispensable le recours à la capitalisation c'est-à-dire à l'effort individuel d'épargne. La deuxième donnée est la montée de la dépendance inhérente à l'augmentation de l'espérance de vie.

Aider les jeunes générations, c'est aussi faire en sorte qu'elles n'aient pas à assurer la charge de la génération précédente.

Un équilibre doit être trouvé entre ces deux objectifs :

- donner le plus tôt possible pour aider l'installation personnelle et professionnelle des jeunes ;
- prévoir une longue durée de vie et une éventuelle situation durable de dépendance.

Les décisions utiles devront et ne pourront être prises que par chacun selon sa situation, sans se laisser séduire exclusivement par des faveurs fiscales mais sur le fondement d'un raisonnement à long terme et générationnel.

En bref, il faut certes encourager les donations anticipées singulièrement celles sautant une génération, souvent aussi mieux préparées que les partages post-décès. Mais il faut aussi encourager l'effort de retraite par capitalisation. Il appartiendra à chacun, éclairé par ses conseils (notaire...) d'effectuer ses choix.

Ces principes et objectifs, naïfs peut-être, une fois exposés, il peut paraître utile de revenir sur terre et de constater l'état actuel de notre fiscalité de l'épargne. Nous le ferons principalement autour de l'investissement en actions et prenant en compte le droit commun.

II -Point sur la fiscalité des revenus financiers - Situation actuelle et comparative

Au-delà des revenus financiers nous évoquerons la fiscalité immobilière (cf. G. ci-après).

La fiscalité de l'épargne et plus particulièrement des revenus financiers a connu et connaît de très nombreuses modifications. Celles-ci sont, en général, présentées sans aucune perspective sur le passé et sans prise en compte des mesures sur d'autres impôts ou contributions pouvant avoir des incidences. C'est ainsi qu'un impôt comme l'ISF doit pouvoir être payé avec les revenus nets du patrimoine (ex : dividendes), il est logique donc d'ajouter à l'ensemble IS + contribution de 3% + IR + PS, l'effet ISF pour mesurer le poids global.

Cette approche est d'autant plus indispensable si l'on veut comparer les régimes fiscaux des revenus du patrimoine avec ceux d'activité et, notamment les salaires, en vue de procéder à des réformes.

A cet effet, nous retiendrons pour les salaires et pour les revenus financiers, l'état du droit fiscal connu après l'adoption du projet de loi de finances pour 2013. Nous simulerons aussi l'effet du rétablissement en 2013 d'un barème ISF proche de celui de 2011.

A la fin de ces chiffrages, nous ferons quelques observations sur les comparaisons internationales.

La méthodologie et les données des comparaisons figurent en annexe 1 pour ne pas alourdir le rapport.

Nous nous limiterons donc à indiquer les résultats détaillés.

A- Salaires

Pour un salaire net de 100, le total des prélèvements est au taux marginal :

$$- 45\% : 7,86 \text{ (PS)} + 44,71 \text{ (IR)} = 50,57\%$$

$$- 41\% : 7,86 \text{ (PS)} + 36,86 \text{ (IR)} = 44,72\%.$$

Au taux de 30%, on aura : $7,86 \text{ (PS)} + 25,62 \text{ (IR)} = 33,48\%$.

B- Intérêts (bruts)

Pour des intérêts de 100, on aura :

$$- 15,5 \text{ (PS)} + 45\% \text{ sur } 94,9 = 58,21\%$$

$$- 15,5 \text{ (PS)} + 41\% \text{ sur } 94,9 = 54,12\%$$

$$- 15,5 \text{ (PS)} + 30\% \text{ sur } 94,9 = 43,72\%$$

Le prêteur conserve en net, après l'IR (45, 41 ou 30%) :

$$- \text{ sur } 3\%, \text{ respectivement : } 1,25, 1,38 \text{ et } 1,72\%$$

$$- \text{ sur } 5\%, \text{ respectivement : } 2,09, 2,29 \text{ et } 2,86\%.$$

Il est clair qu'une inflation à 2% ne laisse aucun gain à 3% d'intérêts et une petite marge à 5%.

Mais même en négligeant l'inflation, il y a l'effet l'ISF (actif net de 3, 5, 10 et 20 millions d'euros). Sur la base des quatre taux moyens d'ISF et de l'hypothèse de deux taux d'intérêt (3 et 5%) :

- sur 3%, le prélèvement ISF majore l'imposition respectivement de 17,3 points, 23,66 ; 32,66 ; et de 41,33.

Avec le taux de 58,21 (45% IR), on atteint un prélèvement variant entre 75,54 et 99,54%.

Avec le taux de 54,12 (41% IR), on atteint un prélèvement variant entre 71,45 et 95,45%.

Avec le taux de 43,72 (30% IR), on atteint un prélèvement variant entre 61,06 et 85,06%.

- sur 5%, le prélèvement ISF majore l'imposition respectivement de 10,40 points, 14,2, 22,44 et 24,8

Avec le taux de 58,21 (45% IR), on atteint un prélèvement variant entre 68,61 et 83,01%.

Avec le taux de 54,12 (41% IR), on atteint un prélèvement variant entre 64,52 et 78,92%.

Avec le taux de 43,72 (30% IR), on atteint un prélèvement variant entre 54,13 et 68,53%.

Même avec un taux plus modéré d'IR (30%) et hors ISF, l'effet est très puissant (hors ISF). Un exemple sera illustratif.

Soit un taux d'intérêt de 4%, une inflation de 2% et un taux d'IR de 30% + PS à 15,5%.

On aura :

- $100 \times 15,5\% = 15,5$

- IR : $100 - 5,1 = 94,9 \times 30\% = 28,47$

Imposition totale :

- $15,5 + 28,47 = 43,97\%$

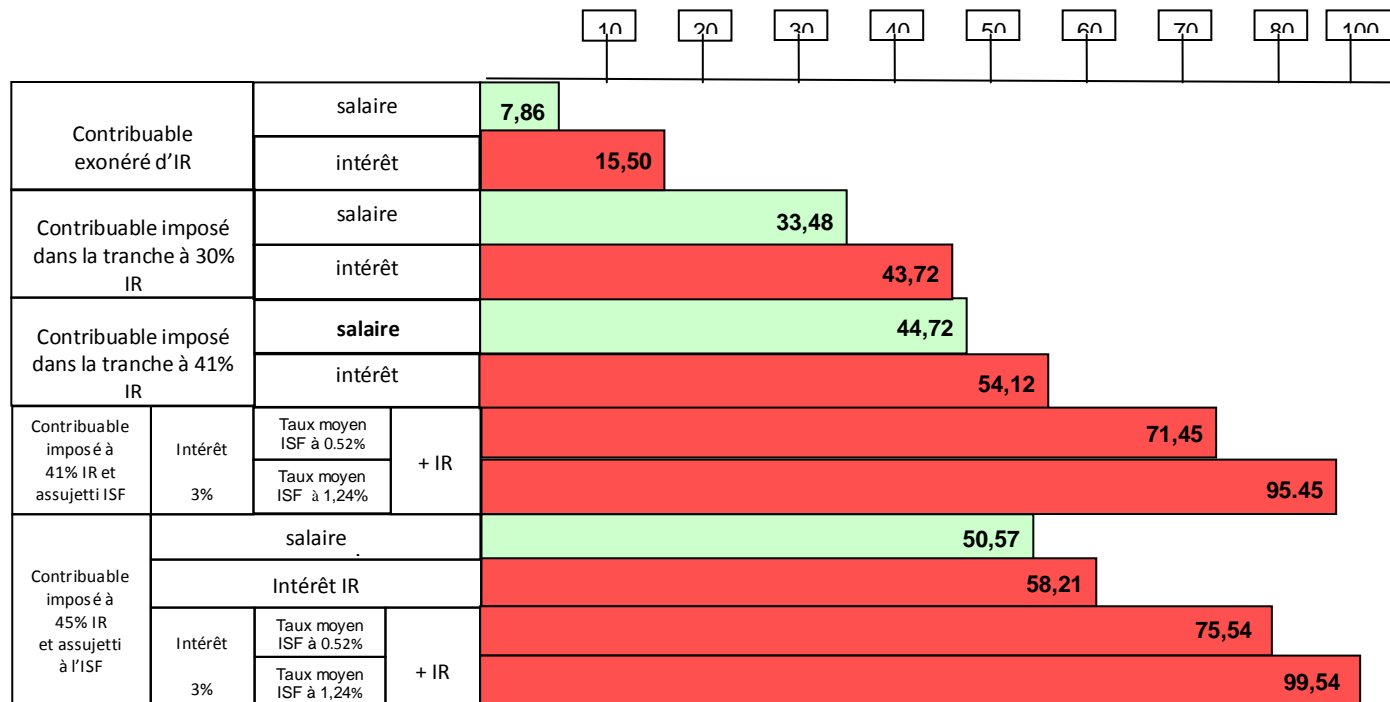
Effet intérêt-inflation :

- les 43,97 de prélèvements représentent 1,75% d'intérêt. Il reste donc à l'épargnant $4 - 1,75 = 2,25$;

- et après inflation $2,25 - 2 = 0,25\%$ soit 6,25% du taux d'intérêt brut. En bref, prélèvement, plus inflation ont « mangé » plus de 94% de l'intérêt et l'hypothèse retenue est hors ISF et hors taux marginaux d'IR (41% ou 45%). Un tel résultat ne peut conduire un épargnant avisé à prendre le moindre risque à long terme.

Le tableau ci-après reprend l'essentiel de la comparaison salaires/intérêts.

**Charge fiscale totale y compris prélèvements sociaux en % du salaire et de l'intérêt
sur la base du PLF 2013
Les idées reçues mises à mal !**



* Le salaire est le salaire net après charges sociales et le bénéfice distribué est avant impôt sur les bénéfices distribués et l'IS.

* Les taux moyens ISF correspondent à un actif taxable de 3 000 000 euros (0,52%) et de 20 000 000 euros (1,24%).

C- Revenus distribués

1. Pour les dividendes du portefeuille de placement des sociétés (hors régime-mère et de groupe)

Sur 100 de bénéfices, le distribuable après IS est de 65,57.

Sauf affectation du dividende à l'acquisition d'actions nouvelles, la contribution de 3% s'applique soit $65,57 \times 3\% = 1,97$

Dividende distribué : $65,57 - 1,97 = 63,60$

Imposition à 34,43% = 21,90

Imposition totale : $34,43 + 1,97 + 21,90 = 58,30$ sur 100 avant IS (contre 57,01 auparavant).

Si les sociétés au sein d'un groupe échappent au 3%, il n'en est pas de même des sociétés mères (donc ce régime est durci une nouvelle fois).

2. Pour les dividendes revenant aux particuliers

Comme pour les entreprises en 1. Le distribuable 65,67 est réduit du 3% = 1,97 soit 63,60.

Droit commun (avec les trois taux retenus : 45%, 41% et 30%)

$$PS = 63,60 \times 15,50\% = 9,86$$

- IR 45% = 16,30 ($63,60 - 3,24 \times 0,60 = 36,22 \times 0,45$)
Total: 34,43 (IS) + 1,97 (3%) + 9,86 (PS) + 16,30 (IR): 62,56%.
- IR : 41% = 61,11%
- IR : 30% = 57,05%

A noter que la suppression de l'abattement familial de 1 525-3 050 euros, défavorise proportionnellement plus les petits et moyens actionnaires que les plus importants. Ceux-ci déjà imposés aux PS (15,5%) seront taxés à l'IR à leur taux marginal. Est-ce le meilleur moyen d'attirer vers les actions de nouveaux et jeunes investisseurs ?

Après IR, il reste à l'actionnaire en argent :

- à 45% d'IR : $63,60 - 9,86 - 16,30 = 37,44$
- à 41% IR : $63,60 - 9,86 - 14,85 = 38,89$
- à 30% IR $63,60 - 9,86 - 10,87 = 42,87$

Incidences ISF

Selon les taux du droit commun du barème proposé et avec un taux de rendement des actions de 3% ; l'ISF majore l'imposition en fonction des taux moyens retenus (0,52% et 0,71% ; 0,98% 1,24%) de respectivement de 17,33, 23,66, 32,66 et 41,33.

- IR à 45% le taux global de prélèvement variera entre 79,89 et 103,89% ;
- IR à 41% on se situera entre 78,44 et 102,44%.

Le contribuable peut donc s'appauvrir après impôt sauf effet du plafonnement qui doit être institué. Mais ce plafonnement est global et rigoureux¹ et si le contribuable a un revenu d'activité ou de retraite élevé, le plafonnement ne jouera pas.

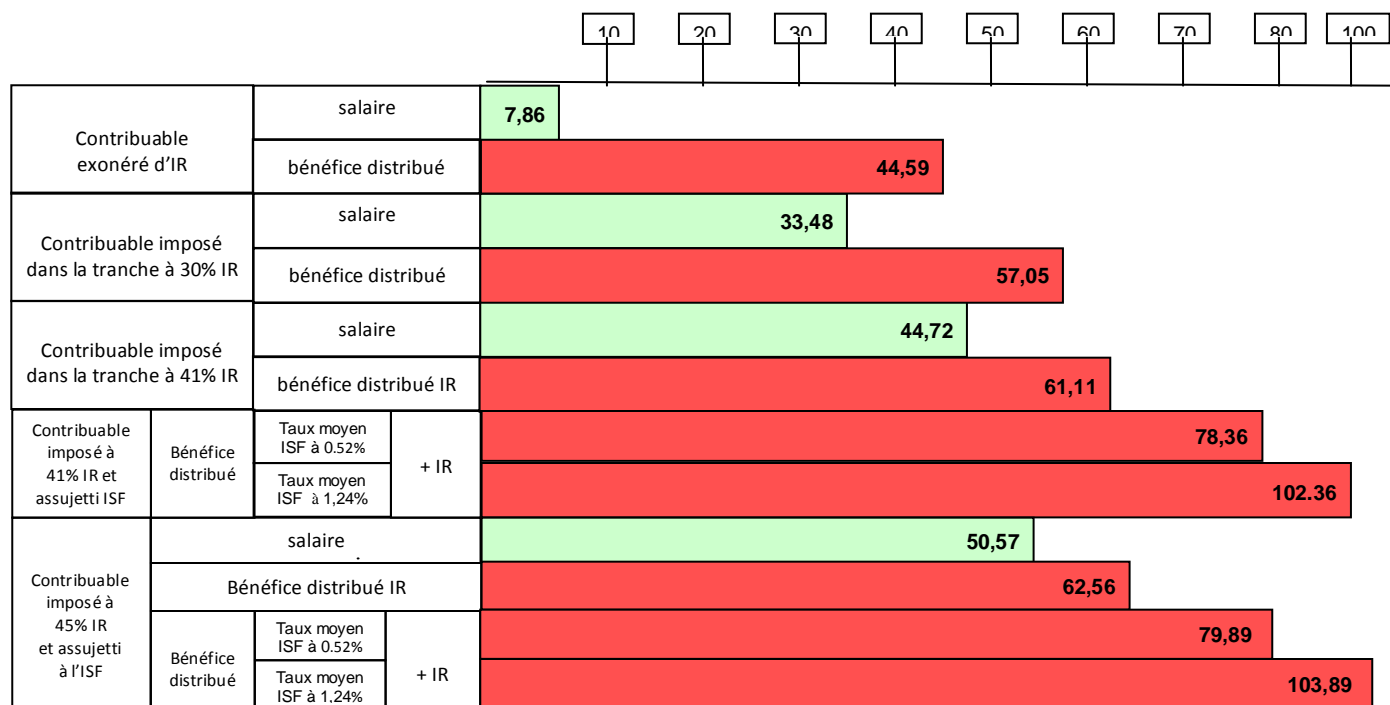
On remarque que l'écart négatif (hors ISF) grandit entre la taxation des dividendes et la taxation des salaires, avec la baisse des revenus, l'écart est plus élevé pour les petits contribuables que pour les plus importants.

A 41%, l'écart se situe entre 44,72 (salaires) et 61,11 (IR de droit commun) soit un écart négatif de 36,65%. A 41% l'écart de même sens est de 23,71%. Pour le taux de 30%, l'écart est de 70,40% (57,05 comparés à 33,48). Ce n'est que l'ISF qui élargit les écarts en sens contraire.

Le tableau ci-après reprend l'essentiel des résultats dégagés ci-dessus.

¹ Le Conseil constitutionnel a censuré la prise en compte des revenus potentiels (valorisation d'assurance-vie, plus-values en sursis...) cf. ci-après.

Charge fiscale totale y compris prélèvements sociaux en % du salaire et du bénéfice distribué*
Sur la base du PLF 2013
Les idées reçues mises à mal !



* Le salaire est le salaire net après charges sociales et le bénéfice distribué est avant impôt sur les bénéfices distribués et l'IS.
 * Les taux moyens ISF correspondent à un actif taxable de 3 000 000 euros (0,52%) et de 20 000 000 euros (1,24%).

D- Plus values sur valeurs mobilières

Le taux est passé de 17 à 34,5% de 1989 à 2012 (19% IR + 15,5% PS) soit une hausse considérable de 103%.

Mais un nouveau régime est proposé qui constitue une modification fondamentale dès 2012. Toutefois il a provoqué de telles réactions (mouvement des « pigeons ») qu'il a dû être modifié et que l'on a créé un autre régime s'ajoutant aux deux régimes dérogatoires existants depuis 2011.

1/ Régime de droit commun

Pour la première fois, le régime des plus-values serait celui du droit commun des salaires (barème) avec des particularités défavorables plus accentuées encore que celles concernant les dividendes

Notamment :

- Les PS demeurent à 15,5% (8% salaires).
- La déductibilité est néanmoins limitée à 5,1 points.
- A cela, s'ajouteraient deux éléments très négatifs :
 - Le prix de revient n'est pas indexé sur le coût de la vie (plus-value en partie fictive).
 - La moins-value nette n'est pas déductible du revenu global mais seulement des futures plus-values (report 10 ans).

Cependant dès 2013 un abattement pour durée de détention est créé et rendu plus favorable (effet « pigeons ») 20% (durée de plus de 2 ans et moins de 4 ans) 30% (de 4 ans à moins de 6 ans) 40% (6 ans et plus).

Le taux global devient donc sur 100 (après éventuels abattements) :

PS = 15,50

IR = $94,9 \times 0,45 = 42,71$ soit au total = 58,21% (contre 34,5 hier)

Au taux de 41%, on atteint 54,41 et au taux de 30%, on atteint 43,97.

Pour les petits contribuables, il y aura un gain (ex : à 14% (IR) l'impôt ne sera plus que de 28,79% et pour le contribuable exonéré il tombe à 15,5%. Cela étant la suppression de tout seuil de cessions depuis 2011 défavorise principalement les petits redevables qui sont imposables dès le premier euro de gain.

2/ A côté de ce régime de droit commun, il existe 3 autres régimes.

1. Le régime du 150-OD ter (créé en 2006) pour les dirigeants prenant leur retraite est maintenu. Ce régime soumis à de nombreuses conditions peut aboutir -si la détention est de plus de 8 ans- à une exonération totale d'IR. Seuls sont dus les prélèvements sociaux.
2. Le régime de report sous condition de emploi créé en 2011 est maintenu et un peu simplifié favorablement. Il permet d'obtenir l'exonération du seul IR de la partie réinvestie de la plus-value (cette partie doit être de 50% au moins) au bout de 5 ans d'investissement. Ces 5 ans s'ajoutent aux 8 ans de détention minimale. Ce régime comporte d'autres conditions et est, en pratique, réservé aux groupes familiaux.
3. Le 4^{ème} régime est nouveau. Il comporte le maintien sur option du taux de 19% sur l'IR (PS inchangés). Il est soumis à de nombreuses conditions et est, en pratique, réservé aux groupes familiaux et aux seuls dirigeants de sociétés.

E- ISF

Pour l'ISF la nouvelle majorité propose un retour en arrière. En pratique, il est proposé de rétablir en 2013 le barème de 2011 avec des taux plus faibles (notamment le dernier qui devient 1,5 au lieu de 1,8%) et un placement. Dès 2012, ce régime est en vigueur grâce à une contribution exceptionnelle.

Sous l'influence du Conseil constitutionnel, un plafonnement spécifique à l'ISF (qui avait existé avant le bouclier fiscal) serait établi. Les impôts pris en compte (IR, ISF, prélèvements sociaux) ne comprennent pas les impôts locaux.

De plus, le texte de loi adopté rendait ce plafonnement très rigoureux en intégrant dans le revenu des plus-values potentielles et la croissance en valeur des contrats de capitalisation. Le Conseil constitutionnel a annulé cette modalité de calcul.

Nous avons appliqué les nouveaux taux d'ISF dans les exemples *supra*.

F- Fiscalité immobilière

C'est le domaine dans lequel le nouveau gouvernement semble le plus « timide ». Il est même difficile de discerner une politique générale. C'est ainsi que le régime des plus-values immobilières conserve sa taxation forfaitaire à l'IR (19%) et les abattements pour durée de détention corrigés par l'ancienne majorité en 2011 (30 ans et progressivité des abattements).

Quatre aménagements sont introduits.

Tout d'abord, au terme des débats, a été créée une surtaxe de 2 à 6% pour les plus-values supérieures à 50 000 euros. Cette mesure peu attendue paraît contradictoire avec la préoccupation de relancer le marché.

Deuxième aménagement, si l'on supprime le dispositif d'investissement dit Scellier, c'est pour le remplacer dès 2013 par un dispositif Duflot. Le nouveau régime est assez comparable à l'ancien en un peu moins favorable et orienté vers des zones plus spécifiques où existe un déséquilibre immobilier et vers la location à des personnes disposant de revenus plus faibles que pour le Scellier.

Les deux derniers aménagements adoptés ont été annulés par le Conseil constitutionnel :

- le premier à l'égard des terrains à bâtir qui, à compter de 2013 étaient privés des abattements et à compter de 2015 passeraient au barème IR. L'espoir était, ici, de débloquent le marché foncier trop exigu ;
- le second pour les autres biens immobiliers modifiait le régime pour les opérations de la seule année 2013 en accordant un abattement exceptionnel spécifique de 20% (là aussi, on espérait entraîner des mutations plus nombreuses).

Pour le Conseil, la mesure sur les terrains à bâtir aboutissait à des taux d'imposition de plus de 80%. En conséquence, elle portait atteinte à l'égalité devant l'impôt. Considérant semble-t-il, que l'imposition des biens immobiliers devait rester commune, le Conseil a annulé les deux dispositions de l'article en cause.

Néanmoins si l'on regarde en arrière force est de constater que l'immobilier a subi de plein fouet la hausse des prélèvements sociaux (revenus et plus-values) et sera concerné par le nouvel ISF.

Avant de formuler quelques propositions, il y a lieu d'évoquer les comparaisons internationales toujours difficiles à apprécier. Néanmoins, le PLF 2013 porte le niveau des prélèvements obligatoires à 46,3% du PIB en 2013 ce qui fait de la France le numéro deux mondial des impôts selon l'OCDE (derrière le Danemark) et à égalité avec la Suède. On prévoit de 2014 à 2017 d'aller jusqu'à 46,6 ou 46,7%. Les entreprises françaises sont les deuxièmes plus taxées de l'OCDE avec un taux d'impôt sur les sociétés de 34,43% hors surtaxe de 5% juste devancé par le Japon (40%) et les Etats-Unis (45% environ selon les Etats).

La situation est un peu meilleure en termes d'impôt sur le revenu car la France se trouve derrière le Royaume-Uni et le Japon (50%) et la Suède (56%) pour ce qui est du taux marginal. Cependant avec les prélèvements sociaux on dépasse nettement les taux de ces pays.

La décomposition des recettes fiscales montre par ailleurs le poids écrasant des cotisations sociales (40%) contre 25% pour les taxes sur la consommation, 17% pour l'IR et 8% pour la taxation sur le patrimoine.

« La France est le seul pays développé qui cumule un impôt progressif sur le patrimoine, une taxation élevée sur les revenus financiers (dividendes, intérêts, plus-values) et un droit illimité de communication par les intermédiaires financiers » (Dominique de La Martinière qui cependant ne connaissait pas les prélèvements sociaux à 15,5%, ni l'IR de droit commun pour les intérêts et le taux de 45%.)

Si l'on raisonne au niveau plus individuel des impôts, on constate :

- l'ISF n'existe nulle part ailleurs ;
- les plus values sur valeurs mobilières se situent le plus souvent dans la zone 18-30% chez nos partenaires, avec parfois de larges plages d'exonération ;

- les dividendes sont loin de nos 60% et plus en marginal et excèdent rarement 30 à 40% (sauf Royaume-Uni) ;
- les intérêts bénéficient de systèmes de retenues à la source - impôt final beaucoup plus modérés que notre IR.

III - Propositions

Le groupe de travail souhaite tout d'abord exprimer quelques observations générales. Tout en se félicitant du pacte de compétitivité qui marque un certain changement de direction, il ne peut que déplorer le déséquilibre fort entre l'effort modeste de réduction des dépenses publiques et la sollicitation tous azimuts des contribuables et singulièrement des titulaires d'épargne financière.

Trois remarques spécifiques s'imposent quant à ce choix :

1/ le passage en droit commun des revenus et plus-values du patrimoine financier devrait au moins imposer l'unicité de l'IR et non des cantonnements spécifiques (intérêts + dividendes, plus-values mobilières, revenus fonciers, salaires, retraites et revenus d'activités) qui maximisent l'impôt ;

2/ pour la même raison générale, il devrait être partout tenu compte de l'inflation, sauf à taxer des revenus ou produits nominaux. Ceci est vrai pour les plus-values mais aussi les intérêts (qui ne comprend que 2% d'intérêt avec 2% d'inflation équivaut à 0 revenu?) ;

3/ la sévérité des mesures fiscales a toutes les chances de générer chez les investisseurs un comportement purement défensif de rechercher les moyens d'atténuer la surcharge fiscale. Développer l'ingénierie financière n'est pas inutile mais ne vaudrait-il pas mieux que les investisseurs choisissent les meilleurs placements longs ?

Quelques propositions :

En bref, le groupe ne peut en rien cautionner les mouvements fiscaux actuels dont il ne peut que souhaiter la remise en cause. En attendant, il a souhaité exprimer quelques propositions limitées.

A- Intérêts et dividendes

1/ Pour les dividendes, il paraît indispensable de conserver les mesures évitant la double imposition des dividendes.

A défaut, on irait pour la première fois en sens contraire de la plupart de nos partenaires et du minimum d'harmonisation européenne. Les dividendes seraient discriminés par rapport à d'autres revenus très loin de l'objectivité de l'impôt sur le revenu. De ce point de vue, le maintien de l'abattement de 40% est positif. En revanche, conserver les prélèvements sociaux à 15,5% éloigne de l'alignement sur les salaires (8%). Leur déduction limitée à 5,1 (au lieu de 5,8 actuels) apparaît comme une discrimination particulièrement « méchante ».

Il serait opportun d'accorder aux dividendes des actions au portefeuille de placement des sociétés exclus du régime-mère, un abattement pour ne pas les pénaliser de détenir des actions en placement.

2/ Pour les intérêts, les applications aux taux d'intérêts constatés actuellement des taux marginaux (41/45%) assortis des prélèvements sociaux et de l'absence de prise en compte de l'inflation aboutirait à une imposition proche de 100% sans compter l'ISF.

3/ Si l'on ajoute l'ISF alourdi, il ne reste plus rien en net en marginal après :

- pour les dividendes = IS + 3% + PS + IR + ISF
- pour les intérêts = IR + ISF sans prise en compte de l'inflation.

Les contribuables concernés par l'ISF finiront par avoir intérêt à procéder à des donations d'usufruit à des fondations. Leur situation fiscale pourrait être meilleure, (le comble du comportement défensif) !

A ce stade, nous ne pouvons qu'alerter les pouvoirs publics sur le danger de cette situation. Aucun pays étranger voisin n'a de régime comparable à celui annoncé sur les revenus du patrimoine.

Qui prendra le risque d'investir à long terme même comme prêteur ?

Le groupe de travail ne peut que constater la situation et la déplorer. Il ne croit pas que la Banque Publique d'Investissement puisse remplacer prêteurs et actionnaires (notamment individuels). Malgré ses réticences de principe à l'égard de niches fiscales, il espère que des idées, telles que le PEA-PME pourront connaître des suites positives sans compliquer et fragiliser des mécanismes existants. A cet égard, il serait opportun de relever le plafond du PEA.

B- Plus-values

Le groupe souhaite que l'imposition soit largement fonction de la durée de détention. A cet égard, le projet du PLF 2013 va sur ce seul point dans le bon sens à condition de prendre en compte, dès maintenant, la durée effective de détention même avant le 1^{er} janvier 2013. Il serait logique de majorer les abattements, ne serait-ce que pour compenser le fait que le taux des prélèvements sociaux (15,5%) n'a pas été aligné sur celui des salaires. De plus, le prix de revient des titres devrait être indexé sur l'inflation. Le taux réduit antérieur compensait cette absence de prise en compte. Cette indexation devient aujourd'hui indispensable sauf à imposer des gains purement nominaux en euros courants.

En outre, sans espérer que les pertes sur cessions viennent compenser des revenus d'activité, on pourrait au moins accepter qu'elles viennent pour le seul IR, compenser les revenus financiers du capital (intérêts et dividendes). Le régime étant désormais unique, une cédule financière serait logique (intérêts-dividendes et plus-values). Le lien entre les revenus financiers et les produits de la cession des titres financiers est

évident et fort. De même une cédule immobilière entre revenus financiers et produits des cessions semble logique.

C- ISF

Le nouveau barème est certes moins sévère que celui de 2011. Il comporte aussi un plafonnement propre qui paraît cependant rigoureux ce qui réduit ses chances de s'appliquer malgré la décision du Conseil constitutionnel qui a annulé le dispositif relatif à la prise en compte dans le revenu de gains latents non disponibles.

Le groupe ne peut que rappeler que l'ISF n'existe plus chez aucun de nos grands partenaires européens ou non. Cette spécificité française mérite réflexion. Le groupe comprend que dans les nécessités budgétaires actuelles, les personnes fortunées soient mises à contribution. Ne faudrait-il pas lorsque les comptes publics seront régularisés rouvrir un débat ? A cet égard et dans l'esprit du rapport Hollande de 1990 sur la fiscalité du patrimoine fondé sur des comparaisons internationales, ne pourrait-on demander au Conseil des Prélèvements Obligatoires de procéder à des comparaisons internationales précises et de formuler des propositions.

On ne peut dans le monde ouvert se contenter de notre spécificité même si elle est présentée comme une marque d'équité.

Enfin, il a été noté avec satisfaction le maintien de la réduction ISF-PME. Nous voudrions *suggérer deux améliorations* :

- le plafond de cette réduction est égal au moins élevé de deux chiffres : la cotisation ISF ou 45 000 euros. Si l'investissement est supérieur, aucun report n'est possible. Or, ceci n'est pas en harmonie avec les besoins de la création ou du développement d'une entreprise. Ne pourrait-on autoriser un report de l'excédent éventuel d'investissement sur les deux ou trois ISF suivants, tout en appliquant chaque fois les limites de réduction. Ces systèmes de report se rencontrent fréquemment et ici, il correspond aux besoins de l'action d'entreprendre ;

- le second serait d'admettre au bénéfice de la réduction, la souscription de prêts à très long terme pour les PME ou groupe de PME.

D- Régimes favorables

Dans cette période très difficile, il serait désastreux de durcir les régimes PEE, PEA, Assurance-vie et FCPI-FIP.

Nous aurions tendance à suggérer de renforcer les avantages pour préparer la retraite, notamment à l'égard des jeunes. A cet égard et même si des sondages récents indiquent que les jeunes commencent à s'inquiéter pour leur retraite, les inciter à s'engager le plus tôt possible dans une démarche d'épargne de long terme est un enjeu majeur.

Nous suggérons deux pistes de réflexions :

- soit admettre au coté des PERP existants une forme alternative - au choix du souscripteur - pour laquelle les versements s'effectueraient sans déduction du revenu imposable, mais dont la rente serait quant à elle exonérée d'impôt (mais pas de prélèvements sociaux) ;
- soit pour les personnes non imposables, offrir un crédit d'impôt à raison de leurs versements sur un PERP.

Ces deux suggestions permettraient ainsi de renforcer le qualificatif de populaire du PERP. La mesure serait financée par une fiscalisation partielle du livret A au-delà de 10 000 euros et à taux modéré.

En complément le régime fiscal des rentes viagères à titre onéreux pourrait être modernisé et actualisé, pour tenir compte à la fois de l'allongement de l'espérance de vie et de la réduction substantielle des taux d'intérêts depuis les années 60.

Nous sommes ici de plain-pied dans les réalités démographiques de notre temps, c'est-à-dire la prolongation de la vie et donc de la durée de la retraite et aussi malheureusement de la dépendance.

E- Transmission

Comme nous l'avons vu, en raison des conséquences de la démographie comparables à celles exposées ci-dessus pour la retraite et la dépendance, il est nécessaire d'adapter les droits de donation et de succession à la situation démographique.

La prolongation de la durée de la vie a logiquement conduit à modifier le barème usufruit-nue propriété qui datait du début du XXe siècle. Il nous semble indispensable de rétablir des incitations aux donations anticipées. En limitant le régime aux donations en pleine propriété (50% de réduction si le donateur a moins de 70 ans et 30% s'il a entre 70 et moins de 80 ans).

Une deuxième mesure qui s'impose serait de ramener le rapport fiscal des donations antérieures de 15 à 10 ans. Ces deux mesures ne sont en rien des reniements. Elles reprennent des dispositions élaborées en consensus dans un passé assez récent par la droite et la gauche. Leur orientation est favorable aux générations futures. A l'inverse, la réforme de l'ISF 2011 favorisait au contraire la génération présente et les personnes âgées.

Le groupe de travail, malgré l'instabilité législative qu'il regrette, ne peut, compte tenu de l'état de notre fiscalité de l'épargne (poids et complexité confondus), qu'affirmer qu'il convient d'engager une véritable réforme fiscale de l'épargne, tenant compte des principes rappelés précédemment ;

- un système fiscal simple, stable, non confiscatoire ;
- une fiscalité basée sur le revenu (intérêts) et la plus-value réelle, c'est-à-dire net d'inflation ;
- une fiscalité qui favoriserait l'épargne longue et l'épargne à risque ;
- la remise en cause du dogme de l'alignement de l'imposition des revenus du capital sur ceux du travail.

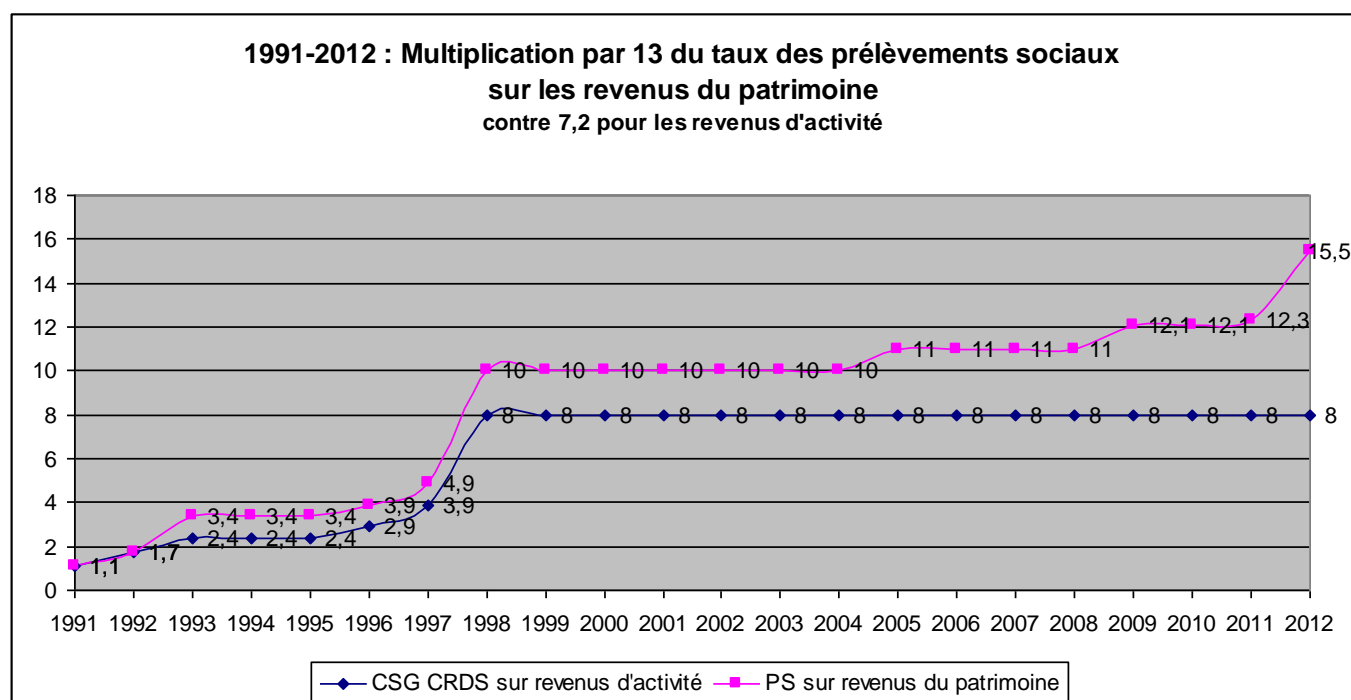
Annexe

Données et méthodologie de comparaison

A- Les prélèvements sociaux retenus pour les comparaisons

La relative stabilité des taux des impôts frappant le patrimoine et les revenus jusqu'à cette année comporte une exception d'importance, il s'agit des prélèvements sociaux. Ces prélèvements comprennent la CSG-CRDS et des prélèvements additionnels.

La CSG -contribution sociale généralisée- (dont le taux varie entre 3,8% pour certains revenus de remplacement et 8,2% pour les revenus du patrimoine) et la CRDS -contribution pour le remboursement de la dette sociale- (taux unique de 0,5%) s'appliquent à tous les revenus (d'activité, de remplacement ou du patrimoine), qu'ils soient ou non imposables à l'IR. Mais les revenus du patrimoine (imposables ou non) sont en plus passibles de prélèvements sociaux spécifiques de 7,3% (prélèvement social et contributions additionnelles). Aujourd'hui, seuls les intérêts de quelques livrets d'épargne liquide échappent à tous les prélèvements sociaux.



C'est surtout entre 2008 et 2012 que l'écart se creuse entre les PS applicables aux revenus du patrimoine et ceux concernant les revenus d'activité. De surcroît, seule une fraction de la CSG est déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu (IR), à hauteur de 5,8 points (ramenés à 5,1 dès 2012) et seulement pour les revenus relevant du barème de droit commun de l'IR. Ceci excluait dans le régime avant 2013, les plus-values (taux forfaitaire obligatoire) et les dividendes ou intérêts soumis par option à un prélèvement fiscal forfaitaire (PFL pour intérêts ou dividendes). Désormais, le 5,1 s'appliquera à tous les revenus du patrimoine. On note que pour ces revenus, la part déductible est au mieux limitée à 35% du total des PS contre près de 64% pour les revenus d'activité. Par définition, il n'y a aucune déduction pour les revenus exonérés d'IR (ex : gains sur PEA ou revenus d'assurance-vie). Enfin, pour pratiquement tous les revenus, les PS sont prélevés à la source. Le contribuable est donc imposé à l'IR sur la majeure partie des PS.

Ainsi les prélèvements sociaux totaux (PS) atteignent des taux différents selon les revenus :

- d'activité (salaires, revenus professionnels) : **8%** ;
- du capital (dividendes, intérêts, revenus fonciers...) : **15,5%** (8,2% de CSG-CRDS + 7,3% autres PS) ;
- pour les revenus de remplacement, le taux le plus faible est de 4,3%, mais le principal est de **7,1%** (6,6% CSG + 0,5%) pour les retraites ;

Pour les revenus du capital, la progression de 1991 à 2012 est une multiplication par 13 (1,1 % à 15,5%) ; pour les revenus d'activité, la multiplication n'est que par 7,2 (1,1% à 8%) et sa stabilité depuis 1998 contraste avec la progression pour les revenus du capital.

B- *Données retenues pour les calculs et les comparaisons en matière d'IR*

IS : 34,43% sans prise en compte des surtaxes temporaires.

Contribution de 3% sur les bénéfices distribués (sauf réinvestissement en actions)

IR : - futur taux de 45% et taux actuel de 41% (hors surtaxes de 3 et 4% temporaires) et taux de 30% en marginal ;

- pour les intérêts et dividendes, on ne retiendra plus les PFL² et pour l'IR, on raisonnera en marginal à 45, 41 et à 30% ;

- pour les dividendes, on retient l'abattement de 40% mais pas l'abattement familial de 1525 - 3050 euros qui va disparaître dès 2012 ;

- pour les salaires, mêmes taux d'IR que ci-dessus (45, 41 et 30%) ; l'abattement de 10% n'étant retenu qu'à hauteur de 5% pour les salaires à partir de 41% d'IR en raison de son plafonnement. Les cotisations sociales à la charge des salariés ouvrent droit à des prestations en nature ou en espèces (maladie, chômage, retraite...), contrairement aux prélèvements fiscaux et sociaux, et doivent donc être déduites du salaire brut pour les besoins de la comparaison.

ISF : barème 2011 rétabli avec des taux un peu plus faibles. Selon les niveaux d'actif net suivants, les taux moyens sur le patrimoine total seraient de :

- 0,52% = 3 000 000 euros

- 0,71% = 5 000 000 euros

- 0,98% = 10 000 000 euros

- 1,24% = 20 000 000 euros

Pour les dividendes, on retiendra un taux de rendement du capital de 3%.

Pour les intérêts, on retiendra deux cas : taux d'intérêt de 3 et de 5%.

² Le PFL intérêt et son pendant pour les dividendes devaient disparaître dès l'année 2012, grâce au Conseil Constitutionnel, ce ne sera qu'au 1^{er} janvier 2013.

Liste des participants aux travaux des commissions

Comité de pilotage

Jean Berthon, président
Jacques de Larosière, conseiller spécial
Arnaud de Bresson
Olivier Davanne
Jacques Delmas-Marsalet
Alain Leclair

André Lévy-Lang
Gérard de La Martinière
Hervé de Monts
François Perrin Pelletier
Alain Pithon

Commission n° 1

Comment contribuer au financement de l'économie et au développement des investissements productifs de long terme ?

Alain Leclair, président
Arnaud de Bresson
Bernard Cohen-Hadad
Michel Dupuy-Daubay
Clémentine Gallès
Hervé Juvin
Bertrand Labilloy
Jacques Le Pape
Alain Pithon, rapporteur
Gérard-Philippe Ranson
Thibault de Saint Priest
Emmanuel Sales
Philippe Tibi
Antoine Valdès

Commission n° 2

Comment rétablir la confiance des épargnants ?

Jean Berthon, président
David Charlet
Jean-François Filliatre
Daniel François
Xavier Laqueille
Jean-Philippe Liard
Pascale Micolet-Michel
Hervé Mondange
Jean-Claude de Plinval, rapporteur
Guillaume Prache
Olivier Ramond

Commission n° 3

Épargne retraite et gestion à long terme

Olivier Davanne, président
Arnaud Chaput
Laure Delahousse
Jacques Delmas-Marsalet
Valéry Jost
Guillaume Leroy
Hervé de Monts, rapporteur
Aymeric Oudin

Commission n° 4

Fiscalité

Robert Baconnier, président
Marie-Pascale Antoni
Michel Aujean
Philippe Baillot
Philippe Bruneau
Delphine Charles-Péronne
Hubert Fabre
Patrick de Fréminet, rapporteur
Michel Giray
Gérard de La Martinière
François Perrin Pelletier
Pascale Scapechi
François Tallon
Amina Tarmil

LES ÉTATS GÉNÉRAUX DE L'ÉPARGNE

15 janvier

Maison de la Chimie

- 9h00 **Accueil** : J. Berthon (FAIDER)
- 9h10 **Introduction** : J. de Larosière (EUROFI/OEE)
- 9h30 **Table ronde n°1: Financer l'économie et développer les investissements à long terme**
Intervenants : M. Nahmias (bfinance, modératrice), A. de Bresson (Paris – Europlace), B. Cohen-Hadad (Etienne Marcel), P. de Lauzun (FDF), A. Leclair (Emergence), A. Lissowski (CNP), J-H. Lorenzi (Cercle des Economistes), B. Spitz (FFSA).
- 10h45 Pause.
- 11h10 **Intervention** : G. Rameix (AMF)
- 11h30 **Table ronde n°2 : Rétablir la confiance des épargnants**
Intervenants : J-F. Filliatre (Mieux Vivre, modérateur), J. Berthon (FAIDER), D. Charler (ANACOFI), F-X. Hayé (Pôle Finance Innovation), P-H. de La Porte du Theil (AFG), C. Neuville (ADAM), F. Pesin (ACP)
- 12h45 Déjeuner : (Participation aux frais : 70 €)
- 14h00 **Intervention** : N. Calvino (Commission Européenne)
- 14h20 **Table ronde n°3 : Epargne retraite et gestion à long terme**
Intervenants : J.C. Naïmi (AGEFI Actifs, modérateur), O. Davanne (DPA Invest), L. Delahousse (AFG), J. Delmas-Marsalet (AMF), V. Jost (AGIPI), J-F. Lequoy (FFSA), G. Prache (Eurofinuse)
- 15h35 Pause
- 15h50 **Intervention** : K. Berger (Députée)
- 16h10 **Table ronde n°4 : Adapter la fiscalité au développement de l'épargne longue et au financement de la croissance**
Intervenants : F. de Witt (modérateur), R. Baconnier, P. de Fréminet (consultant), G. Carrez (Député), V. Rabault (Députée), P. Bruneau (Neuflize OBC), J-P Berbèze (CASA), F. Perrin Pellerier (FAIDER)
- 17h30 **Conclusion** : J. Berthon (FAIDER)



