

***Etats Généraux de l'Épargne – Rapport de la commission « Comment contribuer au financement de l'économie et au développement des investissements productifs de long terme ? »***

*Version provisoire*

***Introduction :***

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 communautaires<sup>1</sup>. 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 la Finlande*) ne facilite 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'Épargne<sup>2</sup> 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 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.**

***I/ 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 ;

<sup>1</sup> Cf. liste en annexe 2

<sup>2</sup> Cf. en annexe 1 la liste des personnes ayant contribué aux travaux de la commission

- 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 dégradée<sup>3</sup> ;
- 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 ;
- 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...)

---

<sup>3</sup> Source MEDEF

- ✓ 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 brute (BDF T1 2012), 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.

***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 une 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 dominent 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
- 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 critiquée en termes compétitifs<sup>4</sup>.

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.

- ***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

---

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

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)***<sup>5</sup>. 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

<sup>5</sup> 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.

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.

### ***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'actionnariat 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)<sup>6</sup>, 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<sup>ème</sup> 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.***

### ***3.4 Allouer davantage d'épargne au financement des entreprises***

Nous ne ré-évoquons 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 :

<sup>6</sup> L'indice parisien surpasse 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.

- *parmi les différents prérequis pour le démarrage de la Bourse de l'Entreprise (BDE)<sup>7</sup>, 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.

### **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...)...

**Alain PITHON**

**Alain LECLAIR**

---

<sup>7</sup> 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.

**Annexe 1 : Liste des personnes ayant contribué aux travaux de la commission**

*Président de la commission : Alain Leclair*

*Rapporteur : Alain Pithon*

*Personnes ayant contribué aux travaux :*

**Jean Berthon**

**Bertrand Cohen Hadad**

**Arnaud de Bresson**

**Hervé de Monts**

**Thibault de Saint Priest**

**Michel Dupuy Dauby**

**Clémentine Gallès**

**Bertrand Labilloy**

**Jacques Le Pape**

**François Perrin Pelletier**

**Gérard Philippe Ranson**

**Philippe Tibi**

**Antoine Valdès**

## **Annexe 2 : 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 Lamartinière – « *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 3 : Données relatives au financement de l'économie<sup>8</sup>

#### FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN FRANCE

	Crédit Bancaire	Financement de marchés*		Capital- Invest** FP PME	Fin. de marché s	Fin. bancair e
		Actions	Titres créances			
<b>2012 (Oct.)</b>	242	11	56	11	24%	76%
<b>2011</b>	248	10	29	10	16%	83%

\* flux de financements nets

\*\* 2012 estimation

Sources : Banque de France,  
AFIC

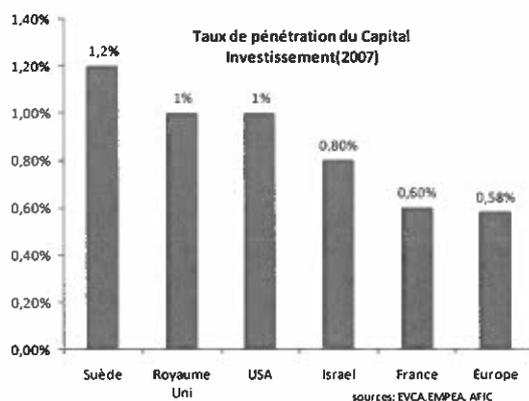
<sup>8</sup> Extraits de rapports et notes de Paris EUROPLACE

## Les besoins en fonds propres intermédiés des PME et ETI<sup>9</sup>

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 investissement<sup>10</sup>

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.

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

<sup>9</sup> Extraits de rapports et notes de Paris EUROPLACE

<sup>10</sup> Données AFIC

(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
<b>Estimation des besoins en France (Mds€)</b>				
fourchette basse (e)	12.0	13.0	15.5	19.5
fourchette haute (e)	14	15.5	18.0	22.5
<b>Taux de pénétration</b>				
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.

