

## LES ETATS GENERAUX DE L'EPARGNE

Commission N° 2 : Comment rétablir la confiance des épargnants

Rapport provisoire

### Préambule

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 perplexes 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 à 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.

## Conclusion

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 fasse 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.