

## Etats Généraux de l'Épargne

### Commission n° 3

#### Épargne Retraite et Gestion à long terme

#### AVANT PROJET DE RAPPORT

Décembre 2012

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

En effet 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, la capacité des gestionnaires d'actifs qui gèrent cette épargne 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-Vie<sup>1</sup>, 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.

Même l'assurance vie a semblé récemment connaître une adhésion moins inconditionnelle des épargnants, qui s'est traduite par une réorientation significative des nouveaux flux d'épargne vers d'autres produits, par crainte sans doute de voir sa fiscalité remise en cause, et peut-être aussi en raison de la baisse régulière de la rentabilité des fonds en euros.

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

---

<sup>1</sup> 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.

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.

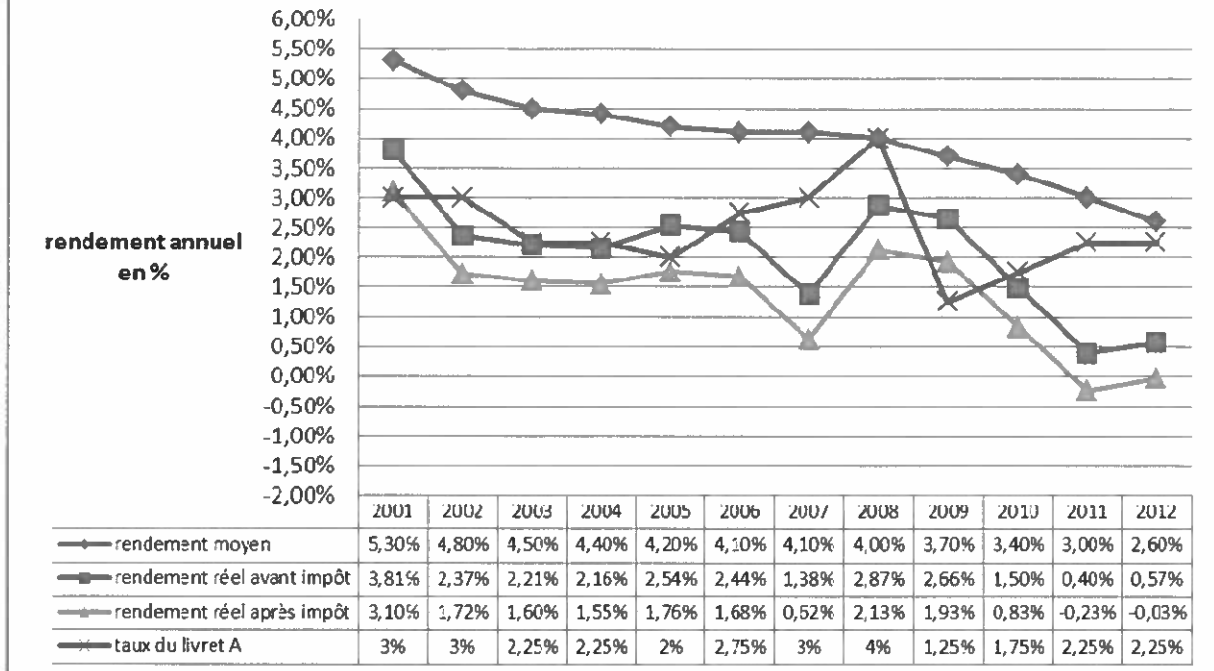
Il nous semble que la panoplie actuelle mise à la disposition des épargnants est assez vaste pour répondre à leurs besoins, et surtout que toute remise en cause de ces dispositifs ferait courir un risque de déstabilisation des encours et des flux, qui ne pourrait être qu'au détriment des épargnants. 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%.

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 décline régulière des rendements des fonds en euros dont la rémunération n'est plus si attractive pour l'épargnant surtout si on la compare à la rentabilité de l'épargne réglementée.

## rendement réel des contrats en euros



Sources : FFSA - 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'actualisation<sup>2</sup>) 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 :

- 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 bénéfices ;
- 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.

---

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

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 PEE et PERCO et art 83 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). Concernant les contrats de groupe Art 83, il nous paraît essentiel de calquer leur gouvernance sur celle des associations souscriptrices de contrats d'assurance-vie ou des GERP, 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.

La sortie du PERCO ne se fait pas systématiquement en rente, et l'éventuelle conversion en rente d'un PERCO n'est pas non plus entourée des mêmes garanties que dans le cas d'un PERP (cantonnement et gouvernance associative). Si le PERCO apparaît ainsi comme un produit de long terme dans la mesure où le capital, sous réserve de cas de sortie anticipée plus souples que dans le cas du PERP, est bloqué pendant toute la phase de constitution, le PERP pâtit d'un « effet tunnel » encore plus considérable, puisqu'il voit l'épargne bloquée pendant la phase de constitution et également pendant celle de rente, soit deux à trois décennies de plus que sur un PERCO.

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, la différence considérable des durées de blocage de l'épargne entre PERP et PERCO tient davantage à des raisons de fiscalité qu'à des raisons de fond et pénalise sans raison le développement de la rente.

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.

A cet égard, 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 aux 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 consuméristes 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 cruciallement 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 sur-évaluer 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. Le 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.