

Karine BERGER

Députée des Hautes Alpes

Dominique LEFEBVRE

Député du Val d'Oise

RAPPORT AU PREMIER MINISTRE

DYNAMISER L'ÉPARGNE FINANCIÈRE DES MÉNAGES

POUR FINANCER L'INVESTISSEMENT ET LA COMPÉTITIVITÉ

2 AVRIL 2013

INTRODUCTION

Par lettre du 9 octobre 2012 (cf. annexe 1), le Premier ministre nous a demandé d'examiner dans quelles conditions et sous quelles formes une réforme de l'épargne financière pourrait utilement contribuer à un meilleur financement de l'économie en favorisant une épargne longue pour financer en dette et en fonds propres les acteurs économiques et en priorité les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les petites et moyennes entreprises (PME).

Nous nous sommes appuyés pour conduire cette mission sur les très nombreux travaux réalisés ces dernières années sur ces sujets, en particulier ceux de la Cour des comptes, de l'INSEE, de l'Inspection des finances, du Centre d'analyse économique ou encore de la Banque de France, comme sur les contributions des principaux acteurs du financement de l'économie (épargnants, intermédiaires financiers, investisseurs et sociétés de gestion, partenaires économiques et sociaux) que nous avons largement auditionnés (cf. annexe 2).

La crise financière intervenue à l'automne 2008, sans précédent depuis les années 30, et l'arrêt du financement résultant d'une « *course à la liquidité* » à la suite de l'explosion des bulles immobilières et financières ont remis en cause l'équilibre de confiance épargne/financement de l'économie. Temporairement, un doute a marqué l'esprit de nos concitoyens sur la capacité du système bancaire et assurantiel comme des marchés en actions à préserver leurs économies et leur patrimoine financier. Ainsi, en 2009, l'investissement productif a chuté d'un cinquième en France comme dans les autres pays européens. Cette **perte de confiance** a accentué la dépression de 2009 et ses conséquences en termes d'activité et de chômage que nous subissons encore aujourd'hui.

De nombreuses évolutions prudentielles, visant à restaurer la sécurité du système d'épargne, ont depuis lors redessiné les règles de financement de notre économie (normes de « Bâle III » et « Solvabilité II » notamment) et en ont modifié les équilibres d'avant la crise. Dans ce nouveau contexte, la capacité du système français, largement intermédié, à assurer le financement des entreprises est un enjeu crucial pour les prochaines années et il s'appuiera dans notre pays essentiellement sur l'épargne des français.

Le prochain cycle d'expansion français dépendra entièrement de notre capacité à développer nos PME et ETI innovantes qui sont un gisement primordial de notre potentiel de croissance et d'emploi, mais aussi de notre capacité à générer de l'investissement productif au service de la compétitivité de notre économie.

De ce point de vue, le moteur de notre futur taux de croissance potentielle réside dans les financements de la recherche-développement dans tous les secteurs, dans la montée en gamme des technologies existantes, dans l'industrialisation des innovations technologiques et dans l'expansion des réseaux d'infrastructure permettant l'accès en masse à ces nouvelles technologies.

Or c'est justement au cours du prochain cycle que la compétition entre les pays pour capter le capital, c'est-à-dire les financements, sera sans doute la plus exacerbée du fait des besoins immenses dans le monde. L'épargne abondante des Français, atout hexagonal particulier, constitue le socle précieux du financement de nos propres besoins.

L'épargne des Français doit donc être mobilisée en tenant compte et en respectant la préférence marquée et légitime de nos concitoyens pour la sécurité de leur patrimoine financier et la liquidité de leurs placements. Toute réforme de l'épargne financière doit partir de l'épargnant. La consolidation de la confiance de nos compatriotes dans leur épargne est la clé de voûte de toute réforme de l'épargne financière. Elle suppose bien évidemment la stabilité des règles fiscales qui leur sont et leur seront appliquées dès lors que le gouvernement aura fait ses choix.

Ce sont donc **dix recommandations et quinze mesures concrètes** visant à **« Dynamiser l'épargne financière des ménages pour le financement de l'investissement et de la compétitivité »** que nous proposons de mettre en œuvre sur la base des constats et orientations développées dans le présent rapport.

Au terme de nos travaux, nous avons acquis la conviction que l'épargne abondante des ménages français et la confiance des marchés financiers dans notre pays permettent aujourd'hui d'assurer globalement le financement de notre économie et, dans l'avenir, d'en accompagner les investissements productifs. Pour autant, l'épargne nationale reste insuffisamment orientée vers les secteurs de l'économie et vers les entreprises les plus susceptibles de favoriser la croissance et l'emploi.

Si les grandes entreprises françaises accèdent dans des conditions satisfaisantes et à un coût maîtrisé au financement par les marchés et ont pour préoccupation principale la nationalité des détenteurs de leurs capitaux, des lacunes évidentes subsistent pour le financement de nos PME et ETI alors qu'elles sont un gisement primordial de notre potentiel de croissance et d'emploi. Celles-ci dépendent en grande partie du crédit bancaire. Certaines d'entre elles rencontrent au surplus, du fait d'un accès limité au crédit, des problèmes de gestion de trésorerie qui pèsent sur leur activité.

Notre pays se caractérise pourtant par une multiplicité de supports d'épargne, largement hérités de l'histoire, obéissant à des objectifs variés plus ou moins définis et à des règles fiscales spécifiques produit par produit jugées toutefois par certains de nos interlocuteurs complexes et parfois illisibles pour les épargnants. Il en résulte au final des niches fiscales et sociales conséquentes, de l'ordre de 11 Md€ en 2013, sans pour autant que soit dégagée une épargne longue et stable suffisante pour couvrir les besoins en fonds propres de nos entreprises nécessaires au financement de leurs investissements de productivité.

La question posée à l'économie française n'est donc pas tant celle de son niveau global d'épargne des ménages ou celle de leur niveau d'épargne financière et pas davantage de celle du volume des avantages fiscaux qui lui est associée que celle de l'allocation de cette épargne abondante et disponible.

Il serait au demeurant tout à fait inapproprié, dans le contexte temporaire de croissance faible que nous connaissons en France et en Europe et eu égard à la situation des finances publiques, de peser davantage sur la demande intérieure en développant de nouveaux produits et de nouvelles incitations fiscales visant à relever le niveau d'épargne des Français.

Pour répondre à ces questions, certains de nos interlocuteurs ont certes souhaité une remise à plat complète des dispositifs fiscaux de l'épargne et leur refonte par une réforme systémique d'ensemble visant à accélérer une désintermédiation jugée inéluctable, voire indispensable, du financement de l'économie au profit des marchés.

Cette approche qui a certes sur le papier le mérite d'une cohérence théorique aurait en réalité quatre défauts majeurs :

- elle reviendrait largement, sans justification véritable, sur les décisions prises ces derniers mois en faveur de l'épargne réglementée et sur les mesures relatives à l'imposition des revenus et gains liés aux placements détenus en direct ;
- elle aurait dès lors nécessairement un coût incompatible avec la situation actuelle des finances publiques ;
- elle déstabiliserait en outre le système d'intermédiation financière sur lequel repose à plus de 80% le financement de l'économie en France sans que son efficacité globale en soit améliorée ;
- elle conduirait enfin par les bouleversements majeurs qu'elle entraînerait à une plus que probable rupture de la confiance des Français dans nos mécanismes d'épargne.

Pour notre part, nous avons la conviction inverse que notre système de financement de l'économie, largement intermédié, reste aujourd'hui le mieux à même d'accompagner le redressement de notre économie et doit être conforté. Nous estimons donc hautement préférable de privilégier une approche pragmatique et ciblée pour atteindre rapidement et efficacement une réallocation de l'épargne financière disponible vers l'économie productive.

Nos propositions visent ainsi à réorienter 100 Md€ de patrimoine financier en quatre ans vers le financement productif des entreprises françaises, dont un quart devrait être spécifiquement ciblé vers les ETI et PME pour accompagner et compléter les initiatives prises par le gouvernement en faveur du financement des entreprises avec la création de la Banque publique d'investissement (BPI).

A cette fin, nous vous proposons une démarche qui vise à :

- consolider la confiance des ménages français dans l'épargne populaire et donc à confirmer les choix faits par le gouvernement l'année dernière pour l'épargne réglementée ;
- conforter la confiance des ménages français dans l'assurance-vie qui est leur produit d'épargne privilégié et inciter, par le biais d'ajustements limités de son régime fiscal spécifique, ceux des épargnants qui le peuvent le plus à une détention plus longue et davantage orientée vers le risque de leurs placements sur ces supports d'épargne ;
- favoriser l'investissement en fonds propres dans les PME et les ETI en réorientant et en ciblant mieux les dispositifs fiscaux existants.

L'exigence de rééquilibrage de l'actif et du passif des banques appelle quant à elle des solutions d'une autre nature que la création de nouveaux produits d'épargne financière qui ajouterait encore à un panorama déjà complexe et qui n'aurait d'autre effet que de

réallouer une partie de l'épargne financière collectée par l'assurance-vie sans effet avéré sur l'efficacité globale du financement de l'économie.

Il nous paraît de ce point de vue indispensable de poursuivre activement et fermement les négociations engagées au plan international pour tenir compte du contexte propre de notre économie et adapter les règles prudentielles et les normes comptables à la réalité des risques et à la stabilité des encours afin d'équilibrer au mieux les deux objectifs que sont la stabilité globale et durable du système financier d'une part et la capacité des intermédiaires financiers à financer l'investissement productif d'autre part.

Cette voie « réformiste » qui s'inscrit dans la cohérence des politiques engagées par le gouvernement depuis l'été 2012 nous paraît dans le contexte actuel la mieux à même de répondre à court et moyen terme aux besoins constatés de l'économie et de nos entreprises.

*

NOS DIX RECOMMANDATIONS

1- Poursuivre la politique de redressement des finances publiques et de réduction de la dette.

2- Stabiliser le taux d'épargne actuel des ménages, veiller à l'équilibre des incitations fiscales respectives en faveur de l'épargne immobilière et de l'épargne financière et les garantir pour la durée du quinquennat.

3- Réorienter et mobiliser à hauteur de 15 à 25 Md€ par an et 100 Md€ d'ici la fin du quinquennat l'épargne financière des ménages en faveur des entreprises et plus spécifiquement des PME et des ETI.

4- Poursuivre fermement les négociations engagées au plan international pour tenir compte du contexte propre de notre économie et adapter les règles prudentielles et les normes comptables à la réalité des risques et à la stabilité des encours.

5- Consolider la confiance des ménages français dans l'épargne populaire en confortant l'épargne réglementée.

6- Stabiliser l'épargne salariale et l'épargne retraite et renvoyer l'adaptation éventuelle de ces deux dispositifs et l'unification souhaitable de leurs régimes fiscaux et sociaux respectifs comme la mise en place de l'épargne dépendance à la négociation des partenaires sociaux sur la protection sociale.

7- Stabiliser et généraliser, en dehors de l'épargne réglementée, le prélèvement social sur les revenus de l'épargne financière au taux actuel de droit commun de 15,5%.

8- Conforter l'assurance-vie et réaménager, sans la bouleverser, sa fiscalité spécifique pour renforcer la nature de long terme de ce support d'épargne, redonner aux assureurs des marges de manœuvre dans l'allocation d'actifs en faveur de l'économie productive et inciter les épargnants les plus à même de le faire vers le financement des entreprises.

9- Dans le respect de l'engagement pris par le Président de la République de stabiliser ces dispositifs fiscaux pour la durée du quinquennat, mieux cibler les dispositifs fiscaux incitant au financement direct dans les fonds propres des entreprises (ISF-PME, FCP/FCPI, dispositifs Madelin) et en limiter les effets d'optimisation fiscale préjudiciables à une allocation optimale de ces fonds au bénéfice de l'économie. Sous réserve des conclusions des prochaines Assises de l'entrepreneuriat, mettre en place un PEA PME.

10- Réexaminer la légitimité et l'efficacité des autres dispositifs de défiscalisation particulièrement incitatifs de l'épargne.

LES QUINZE MESURES POUR DYNAMISER L'ÉPARGNE FINANCIÈRE DES MÉNAGES

CONSOLIDER LA CONFIANCE DES FRANÇAIS DANS L'ÉPARGNE POPULAIRE

1- Maintenir les avantages fiscaux et sociaux de l'épargne réglementée, conduire à terme le relèvement du plafond du livret A et orienter une partie de la collecte supplémentaire vers le financement des entreprises et des infrastructures.

2- Maintenir les avantages fiscaux et sociaux de l'épargne salariale et de l'épargne retraite à leur niveau actuel et confirmer leur participation au financement de la protection sociale.

3- Assurer un engagement de stabilité des règles fiscales et sociales applicables à l'épargne financière pour la durée du quinquennat.

CONSOLIDER LA CONFIANCE DES FRANÇAIS DANS L'ASSURANCE-VIE EN PRIVILEGIANT LES PLACEMENTS DE LONG TERME ET EN INCITANT A LA PRISE DE RISQUE EN FAVEUR DES ENTREPRISES

4- Conforter la spécificité du régime fiscal et social de l'assurance-vie.

5- Mettre en place un nouveau contrat « Euro-Croissance » sur le principe des contrats « euro diversifiés » existant et reposant sur une allocation d'actifs combinant mieux au profit de l'économie le risque et la sécurité. Dynamiser leur montée en charge en assurant le maintien de l'antériorité fiscale pour la transformation des contrats existants.

6- Réserver, au-delà d'un certain niveau d'encours par ménage, l'avantage fiscal aux contrats en unités de compte (contrats UC) et aux contrats « Euro-Croissance ». Cette mesure concernerait les encours de contrats de plus de 500 000 € détenus par les 1% des ménages les plus aisés afin de réorienter une partie des placements de ces ménages vers des actifs plus risqués et plus utiles à l'économie.

7- Créer au sein des contrats en unités de compte et des contrats « Euro-Croissance » des compartiments obligatoires en direction des PME, de l'investissement à impact social et du logement intermédié, seuls les contrats offrant ces compartiments ouvrant droit à l'avantage fiscal au-delà du niveau d'encours susmentionné.

8- Concourir, par des mécanismes appropriés, à un allongement de la durée de placements des contrats de l'assurance-vie et de la maturité effective des sommes épargnées avec, le cas échéant, des dispositions transitoires pour les contrats existants, pour favoriser la stabilité des encours ;

9- Imposer les produits des versements de moins de quatre ans au barème de l'impôt sur le revenu, sans option pour une imposition forfaitaire, en cohérence avec la réforme de la fiscalité des revenus et gains des placements en direct ;

10- Mettre en place un fichier centralisé des contrats d'assurance par ailleurs utile à une meilleure connaissance et un meilleur suivi des comportements d'épargne des ménages vers les produits de l'assurance-vie.

FAVORISER L'INVESTISSEMENT EN FONDS PROPRES DANS LES PME ET LES ETI

11- Dans le respect de l'engagement pris par le Président de la République de stabiliser ces dispositifs fiscaux pour la durée du quinquennat, mieux cibler le soutien fiscal aux investissements en fonds propres des PME afin de limiter les effets pervers des mécanismes de défiscalisation à l'entrée qui conduisent aujourd'hui à de réelles inefficacités ;

12- Favoriser le retour pérenne des investisseurs institutionnels vers le financement des PME en croissance et le capital investissement ;

13- Mettre en place un PEA – PME à destination des particuliers dans des conditions suffisamment protectrices de l'épargnant et l'ouvrir aux « agrégateurs » institutionnels de l'épargne ;

14- Affirmer et renforcer les droits des actionnaires minoritaires pour faciliter l'ouverture du capital des PME par les entrepreneurs et inciter les épargnants à leur confier une partie de leur épargne ;

15- Transformer la défiscalisation des investissements dans les départements d'outre-mer en privilégiant un mécanisme de crédit d'impôt bénéficiant directement aux exploitants ultra-marins et réserver ainsi cette dépense fiscale à ses bénéficiaires réels. Rebudgétiser en tout ou partie la réduction d'impôt en faveur du logement social.

I - ASSURER LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS ET DES PME-ETI EXIGE DE REORIENTER L'ÉPARGNE FINANCIÈRE DES FRANÇAIS A HAUTEUR DE 100 Md€ D'ICI LA FIN DU QUINQUENNAT

I – 1 LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE REPOSE SOLIDEMENT SUR L'ÉPARGNE FINANCIÈRE DES MÉNAGES

Les entreprises, l'Etat, les collectivités locales et tous ceux qui investissent dans l'économie française¹ ont un besoin permanent de financement de l'ordre de 5 600 Md€. Ces besoins de financement se sont accentués depuis le milieu des années 2000, le besoin de financement des sociétés non-financières étant passé de 16 Md€ à 45 Md€ entre 2002 et 2011 tandis que les déficits publics passaient de 51 Md€ à 104 Md€ sur la même période. Ainsi, depuis 2004, le financement de l'économie française impose un appel à un financement par les non-résidents à hauteur de 30 Md€ par an.

Cette situation de dépendance par rapport à l'extérieur ne résulte pas d'une insuffisance d'épargne des ménages mais essentiellement de l'augmentation du besoin de financement des administrations publiques et de celui des sociétés non financières. Ces besoins de financement croissants pèsent sur notre capacité à financer le développement de nos entreprises. Pour autant, notre pays n'a pas rencontré jusqu'à présent de difficultés majeures pour assurer le financement de son économie.

Celui-ci repose essentiellement sur l'épargne abondante et très solide des français - le patrimoine financier des ménages s'élève à 3 600 Md€² (cf. annexe 3) - et celui-ci est et restera la principale source de financement pour nos entreprises. Le taux d'épargne global des ménages reste élevé, de l'ordre de 16% du revenu disponible en 2012, soit 210 Md€ par an. Au sein de l'épargne des ménages, l'épargne financière en représente environ 40% et les flux annuels de placements financiers sont de l'ordre de 100 Md€. Le patrimoine financier des ménages a progressé au cours de la décennie écoulée de façon légèrement supérieure à l'évolution du PIB, le patrimoine immobilier des ménages ayant toutefois progressé deux fois plus vite davantage du fait d'un effet prix favorisé par le déséquilibre persistant entre l'offre et la demande de logements que d'une croissance pourtant nécessaire du nombre de logements pour répondre aux besoins de nos concitoyens.

A cette épargne des ménages s'ajoutent 750 Md€ de trésorerie détenue par les entreprises et près de 700 Md€ d'actifs financiers détenus par les administrations publiques, essentiellement composés de participations dans le capital d'entreprises. Quant au financement en provenance du reste du monde nécessaire pour couvrir les besoins en capitaux de l'économie française, ils ont pu jusqu'à présent être couverts sans difficultés majeures.

¹ Certains agents ont structurellement un besoin de financement et c'est le cas en particulier des entreprises et des administrations publiques ainsi que de certains ménages (par exemple les ménages accédant à la propriété).

² Actifs financiers détenus par les ménages en 2011.

Si le financement global de notre économie est donc correctement assuré pour un coût globalement assez bas, l'objectif doit être néanmoins de retrouver au plus vite un équilibre reposant davantage sur l'épargne des ménages français et la capacité de financement des entreprises et éviter une dépendance extérieure trop marquée qui ne peut que fragiliser notre pays, augmentant le risque de le trouver soumis à des aléas qu'il ne pourrait maîtriser.

Mobiliser davantage l'épargne des ménages français au service de l'économie suppose donc de poursuivre la politique engagée de redressement des finances publiques et de réduction de la dette publique. Les orientations retenues par le gouvernement dans la loi de finances pour 2013 et dans le programme pluriannuel de stabilité des finances publiques y concourent.

Il ne nous paraît par contre pas opportun sur le plan des objectifs de politique macroéconomique d'augmenter le taux d'épargne des ménages.

Il ne nous paraît pas davantage opportun au regard des objectifs de politique publique en faveur du logement, ni nécessaire, compte-tenu des besoins de financement des entreprises de modifier significativement l'équilibre actuel de l'allocation de l'épargne des ménages français entre l'épargne immobilière et l'épargne financière.

Il importe donc d'une part de ne pas créer de nouvelles incitations fiscales destinées à accroître l'épargne des ménages et de veiller d'autre part à ce que les incitations fiscales respectives en faveur de l'immobilier et de l'épargne financière ne conduisent pas à une réallocation non souhaitée de l'épargne des ménages entre ces deux classes d'actifs.

Il est enfin indispensable, pour assurer la confiance des français dans leur épargne, de stabiliser pour la durée du quinquennat les mesures adoptées par les lois de finances rectificatives de 2012 et la loi de finances pour 2013, ainsi que celles qui découleront de la réforme de l'épargne financière que décidera le gouvernement.

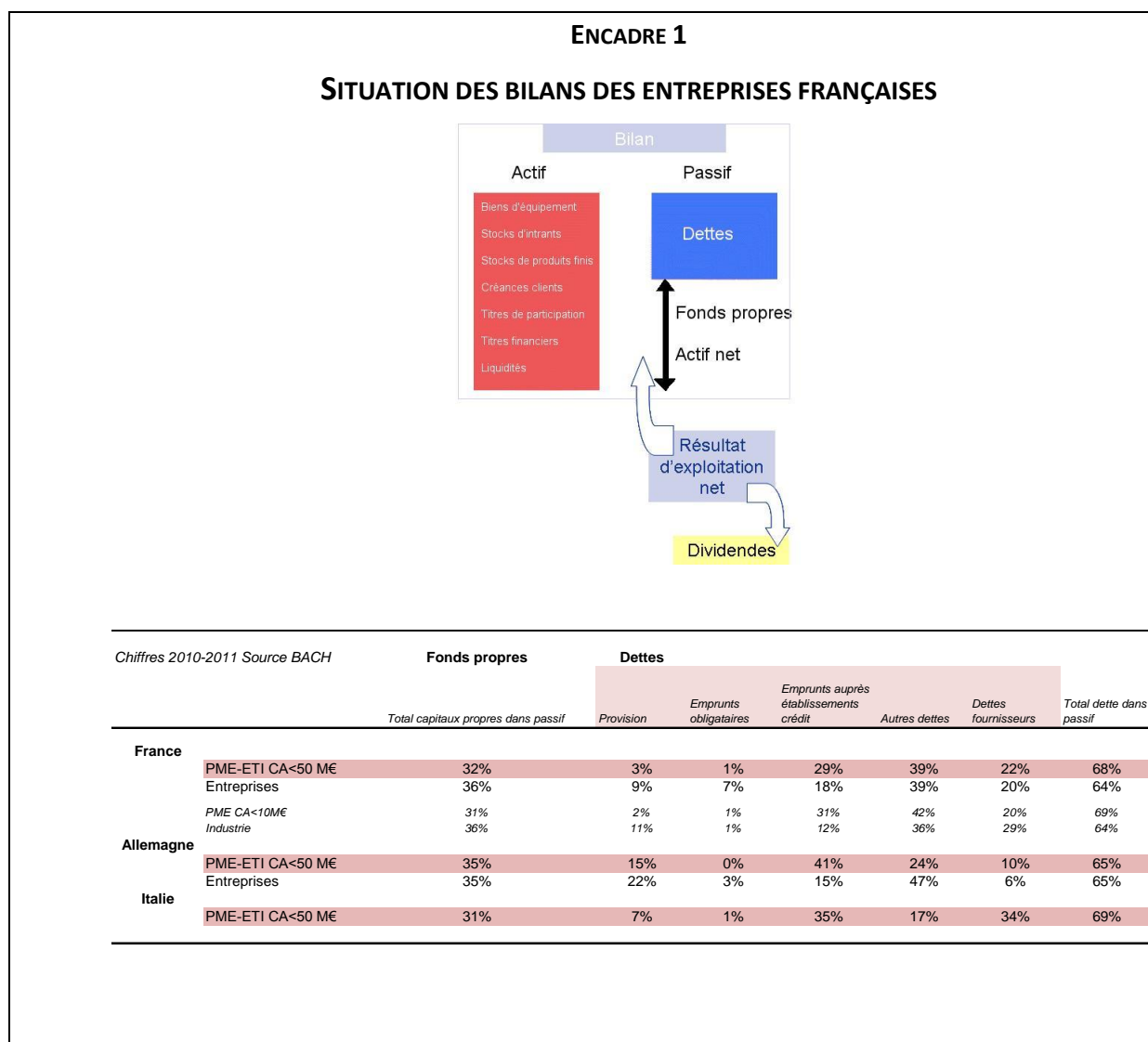
I – 2 LES LACUNES DANS LE FINANCEMENT GLOBALEMENT EQUILIBRE DES ENTREPRISES SE CONCENTRENT SUR LE FINANCEMENT EN FONDS PROPRES ET EN DETTE DES PME ET DES ETI

L'essentiel des besoins de financement des entreprises est correctement couvert pour un coût de financement moyen assez bas, comme l'ont montré les rapports successifs de l'Observatoire du financement des entreprises ou, plus généralement, les statistiques et les travaux de la Banque de France.

Si cette situation apparaît globalement équilibrée aujourd'hui comme pour les années à venir, des lacunes subsistent dans l'accès au crédit et aux fonds propres pour nos ETI et nos PME qui restent structurellement dépendantes du crédit bancaire et des tensions existent pour certaines d'entre elles qui justifient le recours au médiateur du crédit, comme nous l'ont confirmé lors des auditions les représentants des petites et moyennes entreprises. Certes, les encours de crédit aux PME indépendantes n'ont pas reculé au cours de la crise, sans que l'on puisse toutefois distinguer ce qui dans cet équilibre résulte de la capacité du système bancaire à mobiliser les crédits demandés ce qui traduit une atonie de la demande liée la faiblesse de l'activité ou à des anticipations négatives des entreprises sur leur perspective ou leur capacité d'accès au crédit.

Néanmoins, la dépendance structurelle de ces entreprises au crédit bancaire les expose aux conséquences que les choix des banques d'ajustement de leurs bilans en réponse à l'évolution de leur environnement prudentiel pourraient avoir sur l'offre de crédit.

Une vigilance certaine est donc nécessaire dès lors que le financement des PME et ETI qui constitue un sujet majeure pour la reprise et, à moyen terme, pour notre potentiel de croissance, n'est pas à ce jour correctement assuré.



A – LES GRANDES ENTREPRISES ACCEDENT FACILEMENT AUX MARCHES ET SE FINANCENT A UN COUT MAITRISE DU FAIT DE LEUR CAPACITE D'ARBITRAGE

Si les PME et, dans une moindre mesure, les ETI sont structurellement dépendantes des crédits bancaires, les plus grandes entreprises ont plus de latitude dans leurs modalités de financement : elles commencent à faire directement appel aux marchés par l'émission d'actions et d'obligations. De fait, les crédits bancaires représentent moins de 20% de leur passif, contre près de 30% pour les ETI et PME (voir encadré 1).

Leur capacité d'arbitrage entre les différentes sources de financement auxquelles elles peuvent accéder les ont conduit, pendant la crise et alors que le coût de refinancement des banques augmentait, à commencer à privilégier les émissions de titres de créance. A la fin de l'année 2012, alors que, pour ces entreprises, leurs encours de crédits étaient en nette baisse (de l'ordre de -4% pour les holdings et les grandes entreprises), leurs encours de titres de créances étaient en progression significative à un rythme proche de 13% en glissement annuel pour atteindre plus de 425 Md€, soit une augmentation de plus de 40% depuis 2008.

Les auditions ont confirmé que, dans ce contexte, il n'y avait pas de difficultés particulières de financement par la dette pour cette catégorie d'entreprises ou de groupes, d'autant que leurs émissions de titres de créances sur les marchés se font à des coûts relativement faibles dans un environnement où les taux des obligations d'Etat sont historiquement bas.

Néanmoins, comme l'ont souligné avec force leurs représentants, le recours au financement de marché implique une certaine dépendance de ces grandes entreprises à des investisseurs non-résidents. De fait, le taux de détention du capital des entreprises françaises cotées par des investisseurs non-résidents est assez important par rapport aux économies comparables, de l'ordre de 45% pour les entreprises du CAC40.

Un tel phénomène n'est pas en soi problématique mais peut néanmoins constituer un enjeu majeur à l'avenir si cette détention du capital des entreprises par des acteurs non français pèse sur les choix stratégiques des entreprises au détriment de l'économie française.

B – LE BESOIN DE FINANCEMENT DES PME ET ETI EN ACTIONS ET OBLIGATIONS PEUT ETRE ESTIME A 20 MD€ DANS LES PROCHAINES ANNEES

Un mouvement général de renforcement des fonds propres des PME a pu être observé au cours de la décennie écoulée, assuré pour l'essentiel par la mise en réserve de résultats, de sorte qu'en moyenne malgré un endettement croissant, le ratio sur fonds propres sur le total des bilans s'est amélioré³. L'encadré 1 illustre la situation très comparable de structure de passif de bilan des entreprises françaises par rapport aux allemandes ou aux italiennes.

Un première limite apparaît pour beaucoup d'entreprises porteuses de projets de croissance qui n'ont pas encore une activité assez développée pour générer suffisamment de résultats et n'arrivent pas à lever suffisamment de fonds propres. Il peut d'agir d'entreprises en phase de création, de PME en phase de croissance très risquée ou d'entreprises très innovantes dont les difficultés à se financer en fonds propres peuvent les empêcher de mener à bien leurs projets de développement. Il existe dès lors un risque pour l'économie française que son potentiel de croissance soit entravé.

Une seconde limite, sans doute le risque principal pour l'économie française, réside dans les difficultés rencontrées parfois par les PME en croissance pour financer les investissements nécessaires à un développement qui leur permettraient de prendre leur

³ Des disparités importantes sont néanmoins observées, 10% des entreprises ayant consommé leurs fonds propres et 25% des entreprises ayant un ratio de fonds propres supérieur à 60%.

essor et de devenir des entreprises de taille intermédiaire (ETI). C'est là l'une des explications, même si ce n'est pas la seule, de la faiblesse du nombre d'ETI en France, soit par incapacité à se développer faute de fonds propres suffisants, soit parce qu'elles n'ont d'autre alternative que d'être rachetées par des grands groupes ou par des fonds, souvent de nationalité étrangère.

Autrement dit, le besoin de financement en fonds propres peut aller, d'un côté, de quelques centaines de milliers d'euros pour l'amorçage et de l'autre, de 20 M€ à 100 M€ pour l'accession à la taille d'entreprise intermédiaire.

Il ressort des auditions menées avec les représentants des entreprises comme avec les acteurs financiers qu'un encours supplémentaire vers les PME-ETI compris entre 15 et 25 Md€ au cours du prochain cycle permettrait de renforcer très significativement le financement des jeunes entreprises et des PME en croissance afin de permettre l'émergence des entreprises de taille intermédiaire de demain.

Plus généralement, un encours global supplémentaire de l'ordre de 100 Mds€ permettrait de répondre à l'attente des grandes entreprises de consolider la détention de leur capital par les résidents.

C – LES MECANISMES ACTUELS DE CAPITAL INVESTISSEMENT PRESENTENT DES DIFFICULTES, NOTAMMENT POUR LE « BRANCHEMENT » SUR LES BONS PROJETS

Le capital investissement (*private equity*) vise à répondre à ces différents besoins en fonds propres externes des PME ou d'ETI. C'est en particulier le cas du capital risque qui a vocation à financer les entreprises dans des phases de création ou de forte croissance. Le développement de ces activités depuis une quinzaine d'années a fait de la France le second marché du capital investissement en Europe après le Royaume-Uni et le *private equity* représente probablement de l'ordre de 10% des investissements en actions non cotées en France.

Néanmoins, la situation reste encore nettement insatisfaisante. Cette activité, très cyclique, apparaît en effet très dépendante de financements étrangers⁴ qui s'avèrent assez volatiles et, pour les segments les plus amonts (capital risque, capital développement), d'un soutien public direct (par le biais des investissements de CDC-Entreprise ou du FSI) ou indirect (au travers d'avantages fiscaux, pour les souscriptions de parts de FCPI ouvrant droit aux réductions d'IRPP ou d'ISF liées à l'investissement dans des PME).

Par ailleurs, et malgré un soutien public direct et indirect, la capacité des PME en croissance et des entreprises innovantes à lever des fonds propres reste encore limitée. Au surplus, lorsque les fonds sont disponibles, leur allocation n'est pas, loin s'en faut, optimale. Autrement dit, plus encore que le volume d'épargne disponible pour le capital investissement, ce sont les difficultés rencontrées pour « brancher » les fonds disponibles sur les bons projets qui posent problème.

On constate ainsi des difficultés sur l'incubation et les phases de (pré) amorçage (notamment la volonté parfois d'aller trop vite dans la création de l'entreprise avec du coup un aléa plus grand sur la réussite *in fine* du projet), des problèmes dans la chaîne des

⁴ En 2011, 52% des montants levés provenaient d'investisseurs étrangers.

investisseurs avec en particulier des lacunes sur les investissements de l'ordre de quelques centaines de milliers d'euros (ces financements, essentiels au décollage des projets, apparaissent trop petits pour des fonds et trop importants pour les seuls porteurs du projet).

Parallèlement, la dépendance très forte du capital risque et du capital développement aux financements ou aux soutiens publics conduit à des inefficiences (fonds de petite taille réduisant la capacité de mutualisation et/ou conduisant à un morcellement trop parcellaire du capital des entreprises investies, absence d'incitations à générer effectivement une rentabilité des fonds investis, etc...) tandis que l'activité apparaît trop coûteuse aux investisseurs institutionnels au regard des perspectives de performance et du niveau de risque.

Au total, au-delà d'un besoin dont l'ordre de grandeur évoqué ci-avant suggère qu'il puisse être satisfait par une meilleure allocation de l'épargne financière disponible, une évolution du secteur du capital investissement apparaît nécessaire. Il conviendrait probablement de l'orienter vers une concentration autour des meilleures équipes et vers la constitution de fonds plus importants.

De même, il serait souhaitable de promouvoir une généralisation du co-investissement impliquant dans le financement des projets des acteurs non subventionnés afin d'inciter les gérants à allouer plus efficacement les fonds disponibles.

Enfin, une réflexion sur le financement des phases les plus amonts devrait être conduite, de même qu'à l'autre bout de la chaîne de financement, sur l'accompagnement des ETI dans leur phase de croissance.

I – 3 LE FINANCEMENT INTERMEDIÉ DE L'ECONOMIE FRANÇAISE DOIT ETRE CONSOLIDE

A- LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE FRANÇAISE, LARGEMENT INTERMEDIÉ, EST FRAGILISE PAR LA CRISE.

Le financement de l'économie française est pour des raisons historiques et culturelles largement intermédié et le restera encore longtemps. L'épargne financière des ménages français est en effet le plus souvent confiée à des institutions financières (banques, assureurs-vie, sociétés de gestion...) et seuls 20% des actifs financiers des ménages sont des financements directs d'entreprises détenus directement. Parmi ces actifs financiers détenus directement par les ménages, 17% sont en actions, dont 14% d'actions non cotées parmi lesquelles une part significative correspond à la détention par certains d'entre eux de leur patrimoine professionnel.

Les intermédiaires financiers assurent une « transformation » de l'épargne. Ainsi les banques, seules responsables de l'effet de levier, assurent une transformation de maturité : à partir de dépôts dont une part importante est exigible à court terme, elles accordent des crédits à moyen ou long terme. De la même manière, les compagnies d'assurance tirent parti d'une mutualisation des risques pour transformer des actifs qui présentent un certain niveau de risque en une épargne dont le risque est moindre, voire dont ils garantissent le capital.

Les choix d'allocation d'actifs des assureurs sont toutefois fortement déterminés par la nature des passifs correspondant et notamment par la garantie et la liquidité du capital des épargnants qu'elles assurent, ce qui les conduit investir une fraction importante de leurs encours en titres de créances (1 285 Md€ soit près de 73% de leurs actifs, dont 290 Md€ de dette publique française, 325Md€ de titres émis par les banques françaises et un peu moins de 50 Md€ d'obligations d'entreprises françaises). Elles ne détiennent qu'une part limitée d'actions cotées et non cotées, de l'ordre respectivement de 10% (170 Md€ dont près de 90 Md€ représentant 5% de l'encours total correspondant à des actions d'entreprises ou d'institutions financières) et 3,5% (un peu plus de 60 Md€) de leur actif.

Ce modèle français de transformation de ressources de court et moyen terme en placements longs est fragilisé par la crise financière qui a mis en évidence, notamment pour les banques, les risques liés à un excès dans la transformation de maturité et qui a, du fait de la volatilité constatée sur les marchés, fait ressortir la nécessité d'une gestion actif/passif encore plus prudente de la part des assureurs.

Le renforcement important de l'environnement réglementaire et de la supervision des institutions financières décidé par les gouvernements crée de nouvelles contraintes, en particulier pour le système français de financement intermédié de l'économie, qu'il s'agisse des exigences en capital et en liquidité à court terme et à moyen terme des banque telles qu'elles résultent des accords dits de « Bâle III » ou d'une prise en compte renforcée des contraintes de passif et de la volatilité des actifs pour les compagnies d'assurance telles que prévues par le projet de directive « Solvabilité II », à laquelle s'ajoutent celles créées par l'évolution des normes comptables.

B – LA CRISE N'A PAS CONTRIBUE A REDUIRE LA DEMANDE DE TRANSFORMATION

Au cours des 25 dernières années, les ménages français ont globalement marqué une certaine préférence pour des supports d'épargne peu risqués et plutôt liquides. Les raisons de ces préférences sont nombreuses.

Spontanément, à rendement équivalent, les ménages préfèrent des supports liquides et peu risqués. Par ailleurs, la performance limitée des actifs les plus risqués au cours des années 2000 a pu aussi contribuer à une réappréciation des couples rendement-risque auxquels étaient exposés les ménages. Enfin, une population d'épargnants vieillissants a probablement renforcé un mouvement de réallocation vers des actifs moins risqués.

Comme l'ont montré les mouvements récents de réallocation de l'épargne financière, dans un premier temps vers l'assurance vie et plus spécifiquement vers les contrats en euros dont le capital est garanti à tout moment par les assureurs puis, dans un deuxième temps, vers des produits encore plus liquides, la crise a encore renforcé cette demande d'intermédiation des ménages français pour une allocation prudente de leur épargne.

Dans le contexte actuel, les modalités de financement alternatives des acteurs économiques directement auprès des marchés doivent être encouragées comme l'émergence de nouvelles classes d'actifs permettant à des investisseurs institutionnels de jouer un rôle complémentaire à celui des banques, qu'il s'agisse du développement des financements obligataires pour les ETI, de la titrisation de créances de PME ou de crédits aux

collectivités locales (lorsqu'elle intervient dans des conditions de transfert de risques claires et robustes). De même, s'il n'était pas dans le champ de cette mission de faire des propositions relatives à l'accès au marché financier des ETI, il nous semble que les mesures propres à le favoriser telle la mise en place d'une bourse dédiée méritent examen.

Néanmoins, bien que de telles évolutions, combinées aux ajustements en cours, contribuent au maintien d'un niveau de financement satisfaisant de l'économie, il reste impératif qu'elles se développent dans un environnement réglementaire satisfaisant et fassent l'objet d'une supervision rigoureuse.

C – LA CAPACITE DE TRANSFORMATION DES INTERMEDIAIRES FINANCIERS DOIT ETRE SAUVEGARDEE

Si ces évolutions prudentielles apparaissent indispensables pour renforcer la robustesse et la résilience du secteur financier, leur calibration doit être soigneusement pesée. Il n'est en effet pas réaliste de tabler sur une réduction rapide et significative de la demande d'intermédiation financière des ménages français qui ont marqué, au cours de ces vingt-cinq dernières années, une préférence avérée pour des supports d'épargne peu risqués et plutôt liquides que l'évolution de la fiscalité a pu parfois accompagner voire amplifier.

Or, cette évolution réglementaire, déjà largement anticipée par les acteurs (ce qui explique une partie des difficultés rencontrées dans le financement de l'économie française évoquées ci-avant), va au-delà de ce qui apparaît nécessaire, surtout dans un contexte macroéconomique dégradé.

Dès lors, il convient de conforter l'intermédiation financière et, pour cela, de poursuivre activement les négociations engagées au plan international pour tenir compte du contexte propre de notre économie et adapter les nouvelles règles prudentielles à la réalité des risques de transformation et à la stabilité des encours, notamment dans le domaine de l'assurance-vie.

L'exigence de rééquilibrage de l'actif et du passif des banques appelle quant à elle des solutions d'une autre nature que la création de nouveaux produits d'épargne financière qui bénéficieraient d'un régime fiscal propre, ajoutant encore à un panorama déjà complexe. De tels produits présenteraient l'inconvénient de surdéterminer encore davantage l'allocation de l'épargne financière avec le risque de n'avoir d'autre effet que de réallouer une partie de l'épargne financière collectée par cette dernière sans effet avéré sur l'efficacité globale du financement de l'économie.

Bien au contraire, la déstabilisation de l'assurance-vie qui en résulterait pèserait en premier lieu sur la capacité de ce secteur financier à accompagner mieux le financement en fonds propres des entreprises françaises et notamment des ETI et PME qu'il ne le fait aujourd'hui. Il nous paraît bien préférable, et c'est l'objet des recommandations suivantes, de permettre et d'inciter à une allocation des encours de l'assurance-vie mieux à même de répondre au besoin de financement en fonds propres des entreprises en croissance.

Encadré 2

Les banques assurent le crédit à partir de la liquidité de court terme et les assureurs gèrent l'épargne de long terme

Les banques, par le mécanisme de la création monétaire, sont responsables du bon fonctionnement du crédit

Les banques ont collecté au total 1 200 Md€ auprès des ménages dont 280 Md€ de dépôts à vue, le reste est constitué de livrets d'épargne réglementée (430 Md€), dont les 2/3 sont centralisés au Fonds d'épargne de la Caisse des dépôts et consignations et sont principalement mobilisés pour le financement du logement social, d'autres livrets d'épargne (180 Md€) et de dépôts à terme (300 Md€). Elles collectent aussi 350 Md€ de dépôts auprès des entreprises.

Avec ces 1 550 Md€ et 640 Md€ levés sur les marchés interbancaires et sur les marchés monétaires et obligataires, elles prêtent 1 130 Md€ aux ménages (essentiellement des prêts immobiliers), 820 Md€ aux entreprises et 240 Md€ aux administrations publiques (principalement aux collectivités locales et aux hôpitaux).

Ces crédits constituent la principale source de financement de l'économie française et, pour l'ensemble des acteurs dont la petite taille rend un financement direct par les marchés trop coûteux voire impossible, ces crédits sont la seule source de financement.

Les compagnies d'assurance sont des acteurs très significatifs du financement de marché et assurent l'internationalisation des portefeuilles des ménages

Les compagnies d'assurance ont collecté au total 1 765 Md€ auprès des ménages, principalement sous forme d'assurance-vie (1 450 Md€). Ce type de placement a connu un développement important au cours des 30 dernières années : il représente aujourd'hui plus de 40% du patrimoine financier des ménages contre moins de 5% au début des années 80 et constituent le principal support d'épargne de long terme.

Les compagnies d'assurances investissent ces encours principalement sur les marchés et, en plaçant 29% de leurs actifs dans d'autres économies de la zone euro et 14% hors de la zone euro, elles sont les principaux acteurs de la diversification internationale des placements des ménages.

Les choix d'allocation d'actifs des assureurs sont toutefois surdéterminés par la nature des passifs correspondant et notamment par la garantie et la liquidité du capital des épargnants qu'ils assurent, ce qui les conduit à investir une fraction importante de leurs encours en titres de créances (1 285 Md€ soit près de 73% de leurs actifs, dont 290 Md€ de dette publique française, 325 Md€ de titres émis par des banques françaises et un peu moins de 50 Md€ d'obligations d'entreprises françaises).

A côté de ces obligations, elles détiennent des actions cotées (170 Md€, 9,6% de leurs actifs, dont 70 Md€, soit 4% de leurs actifs, d'actions d'entreprises françaises et un peu moins de 20 Md€ de participation dans d'autres institutions financières françaises), des actions non cotées (un peu plus de 60 Md€, 3,5% de leurs actifs) et de l'immobilier (environ 75 Md€, 4,3% de leurs actifs).

Les compagnies d'assurance sont directement ou indirectement lorsque la gestion de leurs actifs est confiée à des sociétés de gestion dans le cadre d'un mandat de gestion ou par le biais de la détention de parts d'OPCVM (cf. annexe 4) parmi les acteurs les plus significatifs sur les marchés financiers français.

Les choix d'allocation d'actif des assureurs sont de fait déterminés par la nature des passifs correspondants. Ainsi, les contrats d'assurance vie en euro (« contrats en euro ») qui offrent en permanence une garantie du capital sont majoritairement investis en titres de créance (80%) et très marginalement en actions (5%) tandis que la part des actions dans les actifs adossés à des contrats en unités de compte (« contrats en UC », contrats pour lesquels le risque est porté par l'assuré) est beaucoup plus importante (au moins 30%).

Néanmoins, compte tenu des encours de contrats en euro, les encours d'actions cotées associés à ces contrats restent supérieurs aux encours associés aux contrats en UC (70 Md€ contre un peu moins de 65 Md€).

La crise et la forte volatilité enregistrée sur les marchés a fait ressortir la nécessité d'une gestion actif-passif plus prudente qui prenne en compte la possibilité d'un environnement de marché dégradé ainsi que les contraintes effectivement associées à l'existence de contrats non seulement de jure mais aussi de facto liquides et garantis.

II - L'ÉPARGNE FINANCIÈRE DES MÉNAGES, PRINCIPALEMENT PLACÉE EN ASSURANCE-VIE, EST CONCENTRÉE SUR LES PLUS HAUTS PATRIMOINES

II – 1 LE PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES FRANÇAIS (3 650 Md€) EST PRINCIPALEMENT DÉTENU EN ASSURANCE-VIE

L'épargne des ménages est un flux correspondant à la portion des revenus qui n'est pas consommée. L'accumulation d'épargne, le stock, des ménages français correspond à leur patrimoine. Le patrimoine net des ménages représente environ 10 000 Md€, soit environ 8 années de revenu⁵ et 5 années de PIB. Ce patrimoine est constitué par l'immobilier aux deux tiers et à un tiers d'actifs financiers.

Le patrimoine financier brut s'élève à 3 600 Md€ (cf. annexe 3), constitué de :

- 590 Md€ (15%) de dépôts à vue, numéraires etc. ;
- 590 Md€ (15%) de livrets défiscalisés - dont les Livrets A et Bleu pour 210 Md€, le Livret développement durable (LDD) pour 70 Md€ - et d'épargne contractuelle, notamment via les plans d'épargne logement (PEL) pour 50 Md€ ;
- 960 Md€ (30%) de valeurs mobilières dont
 - 710 Md€ de titres d'actions comprenant notamment des actions non cotés détenues en direct, dont une part significative liée à la détention de l'outil professionnel
 - 250 Md€ de parts d'OPCVM ;
 - 90 Md€ d'épargne salariale et probablement autant détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (PEA) ;
- 1450 Md€ (40%) de contrats d'assurance-vie.

Les quatre cinquièmes des placements financiers des ménages sont intermédiés par des agents financiers⁶.

Depuis dix ans, le patrimoine financier n'a progressé qu'à un rythme légèrement supérieur au PIB sur la même période, contrairement au patrimoine immobilier. Au cours des dix dernières années, le patrimoine financier s'est surtout recomposé au profit de l'assurance-vie dont les encours ont plus que doublé. Ce mouvement s'est effectué au détriment des livrets d'épargne (livrets réglementés et livrets fiscalisés), dont la part a été divisée par deux en trente ans ainsi que des dépôts à vue et des placements monétaires (OPCVM monétaires et comptes à terme).

⁵ Revenu disponible des ménages au sens de la Comptabilité Nationale.

⁶ Source Banque de France et calculs DG Trésor. Comptes trimestriels 2010. Les placements financiers dits intermédiés sont l'assurance-vie, l'épargne contractuelle, les dépôts et livrets bancaires, les placements OPCVM. Les placements directs sont les actions et autres titres détenus en propre par les ménages. Il est fait abstraction des actifs financiers qui ne sont pas des placements directs au sens strict (droits des ménages en assurance non-vie, créances commerciales, numéraire, etc...).

Le flux annuel, c'est-à-dire l'épargne financière proprement dite, représente environ 90 Md€ en 2011 soit près de 7% des revenus des ménages.

II – 2 LES INEGALITES D'EPARGNE FINANCIERE SONT PARTICULIEREMENT ELEVEES : LES DEUX TIERS DU PATRIMOINE FINANCIER SONT CONCENTRES SUR LES 10% DE MENAGES LES PLUS AISES

A- LE PATRIMOINE FINANCIER EST REPARTI DE MANIERE TRES INEGALE ENTRE LES FRANÇAIS

Les inégalités de patrimoine sont beaucoup plus marquées que les inégalités de revenus. Ainsi, si 10% des ménages les plus riches en termes de revenu⁷ reçoivent un peu plus d'un quart des revenus totaux, les 10% des ménages les plus riches en termes de patrimoine concentrent près de la moitié du patrimoine total⁸. Le patrimoine est très peu détenu par les Français les plus modestes : 50 % de ménages aux patrimoines les plus faibles n'en détiennent que 7 %⁹.

Les ménages disposant de peu de patrimoine l'investissent quasi intégralement sur des livrets défiscalisés. Puis, à mesure qu'ils dépassent les plafonds réglementaires, ils diversifient, d'abord avec de l'épargne logement, puis avec de l'assurance-vie. Les ménages achètent leur résidence principale dès qu'ils disposent d'un apport suffisant (et, en contrepartie, s'endettent de manière importante). Enfin, ils augmentent la part de l'assurance-vie et des valeurs mobilières. Les ménages les plus aisés possèdent ainsi une part plus importante de placements risqués.

Parmi les actifs financiers, les livrets défiscalisés sont les plus répandus (85% des Français en détiennent), suivi de l'assurance-vie (40% des Français en détiennent) puis de l'épargne logement (31%). Toutefois, en dehors des livrets défiscalisés, de l'épargne logement et de la résidence principale, les autres composantes du patrimoine sont très fortement concentrées. Comme l'illustre le graphique 1, des différences majeures de patrimoine existent entre les 10% de ménages les plus aisés et les autres. S'agissant du seul patrimoine financier, plus de 80% des valeurs mobilières sont détenues par les 10% des Français ayant les patrimoines les plus élevés. Il faut toutefois rappeler qu'une partie conséquente de ces valeurs mobilières correspondent à la détention de l'outil professionnel.

Le degré de concentration du patrimoine financier est aussi élevé pour l'assurance-vie que pour les valeurs mobilières. Ainsi 85% des encours sont détenus par seulement un tiers des ménages. Surtout, **un quart des encours d'assurance vie est détenu par le 1% de ménages (environ 250 000 ménages) ayant les patrimoines les plus élevés, avec un encours moyen de 600 000 €.**

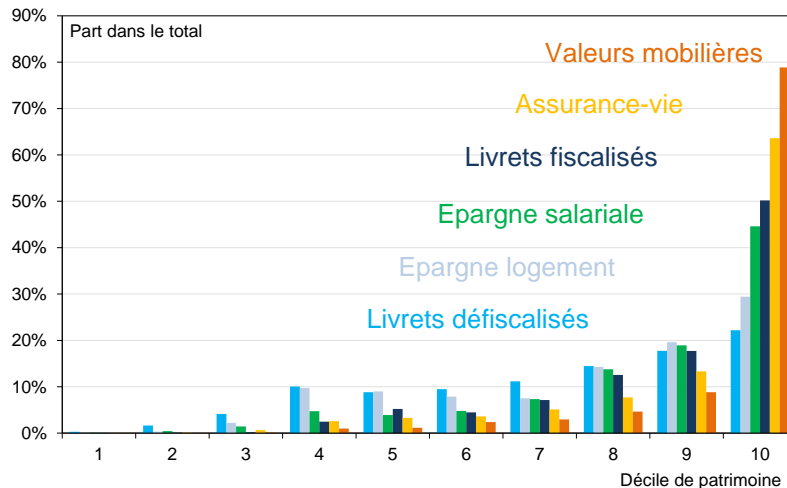
⁷ Le revenu avant transfert correspond au revenu effectivement perçu par les ménages : activités salariée et indépendante, remplacement (chômage et retraites), patrimoine et pensions alimentaires.

⁸ 5% des ménages détiennent 35% du patrimoine et les ménages du centile supérieur en détiennent à eux seuls 17%. Par ailleurs, les ménages appartenant au dernier décile de revenu ne sont pas nécessairement les mêmes que ceux qui appartiennent au dernier décile de patrimoine.

⁹ Enquête Patrimoine de l'INSEE 2010.

Plus précisément au sein du 10^{ème} décile, qui concentre les 2/3 d'encours de l'assurance vie, la répartition de la détention par centile est la suivante : moins de 54 000 € en moyenne pour les deux premiers centiles ; entre 80 000 € et 200 000 € pour les sept centiles suivants ; plus de 600 000 € pour le dernier centile.

Graphique 1 : Répartition par décile de patrimoine des actifs financiers



B – LES FRANÇAIS ONT UNE PREFERENCE AVEREE POUR LA SURETE ET LA LIQUIDITE DE LEUR CAPITAL

Les comportements des Français en matière d'épargne et d'allocation du patrimoine dépendent fondamentalement de l'âge :

- en début de vie active, les ménages épargnent – ils constituent ainsi une épargne de précaution (le plus souvent détenue sous forme de livrets, notamment de livrets d'épargne règlementée) ainsi qu'un apport initial qu'ils mobiliseront lors d'un achat immobilier ;
- l'achat de leur résidence principale intervient souvent au bout d'une dizaine d'années de vie active – bénéficiant d'une situation professionnelle plus stable et d'un apport initial suffisant, les ménages s'endettent alors pour acheter leur logement, leur épargne financière est alors largement consacrée au remboursement de leur crédit immobilier ;
- parallèlement, les ménages diversifient aussi leurs supports de placements (vers l'assurance-vie, des valeurs mobilières, etc.) ;
- enfin, les donations et successions jouent un rôle important dans la constitution des patrimoines et explique une part significatives des inégalités de patrimoine. Avoir reçu un héritage multiplie par deux la probabilité de faire partie des 10% de ménages ayant le plus de patrimoine, à autres caractéristiques constantes ; pour les ménages ayant bénéficié d'une donation, ce rapport est de 2,6.

Si l'âge joue un rôle prépondérant, la catégorie socioprofessionnelle et le niveau de revenu sont aussi déterminants. Ainsi, un professionnel qui est susceptible de voir ses revenus fluctuer de manière forte sera plus susceptible de chercher à se constituer une épargne de précaution qui lui permette d'amortir les à-coups sur son revenu.

Parallèlement, un travailleur indépendant qui ne serait pas affilié et ne cotiserait donc pas pour un régime de retraite devra lui consacrer une part significative de ses revenus à la constitution d'un patrimoine lui permettant de maintenir son revenu après qu'il aura cessé son activité.

En termes d'allocation de leur patrimoine financier, l'incertitude héritée de la crise a incité les ménages à s'orienter vers des placements jugés plus liquides et moins risqués, aussi bien du point de vue des placements financiers (privilégiant les livrets, et dans une moindre mesure l'assurance-vie, au détriment de la détention de valeurs mobilières, qu'elle soit directe ou indirecte) que des placements non financiers (acquisitions immobilières). Par ailleurs, dans un environnement où les rendements des différents produits d'épargne sont proches et la concurrence entre les supports d'épargne exacerbée, les décisions récentes ont accru l'avantage comparatif des placements à fiscalité préférentielle.

Cette préférence des ménages pour les placements liquides moins risqués se traduit également dans l'allocation des encours d'assurance-vie, 85% des encours d'assurance-vie étaient placés en 2011 sur des contrats en euros ou sur les compartiments euros des contrats multi-support, qui offrent aux épargnants une garantie en capital à tout moment, étendue aux revenus capitalisés, sans obligation de blocage des sommes.

III – L'ÉPARGNE FINANCIÈRE A RÉGIME FISCAL SPÉCIFIQUE DOIT ÊTRE CONFORTÉE MAIS DAVANTAGE ORIENTÉE VERS LES PLACEMENTS LONGS ET VERS LE RISQUE

La fiscalité de l'épargne financière, segmentée en autant de régimes fiscaux qu'il y a de produits d'épargne, joue un rôle important mais non exclusif dans le choix d'allocation des ménages entre épargne immobilière et épargne mobilière mais aussi entre produits financiers.

La sédimentation des réformes qui se sont succédées ces dix dernières années délivre des incitations multiples voire contradictoires aux épargnants. Parallèlement, l'épargne financière des ménages français, particulièrement concentrée sur les patrimoines les plus élevés, bénéficie d'une fiscalité favorable qui incite à la liquidité et à une détention de plus de huit ans en moyenne. Cette fiscalité avantage particulièrement les plus hauts revenus.

Pour des raisons pleinement justifiées d'équité et de justice fiscale au regard de la concentration des patrimoines et des revenus financiers et afin de les faire contribuer au redressement des finances publiques, la loi de finances pour 2013 (cf. annexe 4) a rapproché l'imposition des revenus du capital de celle des revenus du travail en généralisant la taxation au barème de l'impôt sur le revenu qui constitue désormais le régime de droit commun applicable aux revenus et gains liés aux placements mobiliers détenus en direct.

Par contre, le régime fiscal des produits d'épargne financière bénéficiant d'un régime spécifique n'a pas été modifié, ce qui en renforce encore, par comparaison, le caractère déjà très favorable pour les contribuables aux revenus les plus élevés.

Cette réforme d'équité et de justice fiscales suscite des réactions nuancées dès lors que l'alignement de la fiscalité des revenus du capital sur celle des revenus du travail ne va pas forcément de soi au regard des incitations que les pouvoirs publics souhaitent donner aux comportements d'épargne des français comme au regard des comparaisons internationales sur la fiscalité de l'épargne. Elle pourrait même sans modification des régimes fiscaux avantageux des placements immobiliers ou de l'assurance-vie inciter au report d'une partie de l'épargne vers ces placements au détriment de placements plus risqués potentiellement plus utiles à l'économie productive.

Pour autant, à raison mêmes des objectifs poursuivis de justice et d'équité fiscales dans l'effort nécessaire de redressement des comptes publics et de la situation des finances publiques, cette réforme qui bénéficie aux épargnants les plus modestes ne nous paraît pas devoir être remise en question.

Par contre, il nous paraît justifié et pertinent de corrélérer davantage les incitations fiscales en faveur de l'épargne à la durée effective du placement et au niveau de risque pris par l'épargnant au travers de ses placements.

Tableau 1 -

Fiscalité de différents produits d'épargne financière (à compter du 1er janvier 2013)

	Prélèvements sociaux	Prélèvement fiscal	Total	Remarques
LIVRET A. Livret jeune LDD (ex COVEVI)	0%	0%	0%	Plafonds : 22 950 € (A), 1 600 € (jeune), 12 000 € (LDD)
Livrets ordinaires	15,50%	Barème ou 24% si moins de 2 000 € d'intérêts /an		Taxation forfaitaire optionnelle / Plafond de 2 000 € apprécié tous produits de taux confondus
LEP	0%	0%	0%	Condition de revenu pour le titulaire Plafond : 7 700 €
CEL	15,50%	0%	15,50%	Plafond : 15 300 € Imposition aux prélèvements sociaux au fil de l'eau
PEL	15,50%	0% (12 premières années, puis droit commun)	15,50%	Plafond : 61 200 € Imposition aux prélèvements sociaux au fil de l'eau
Assurance-vie (> 8 ans)				
Contrats en euros et unités de compte	15,50%	7,50%	22,50%	Prélèvements sociaux au fil de l'eau Prélèvement libératoire optionnel après abattement de 4 600 € ou de 9 200 € pour l'IR
Contrats DSK NSK	15,50%	0%	15,50%	
Obligations et titres monétaires négociables				
Intérêts	15,50%	Barème IR		
Plus-values	15,50%	Barème IR		
Actions				
Dividendes	15,50%	Barème IR après abattement de 40%		
Plus-values	15,50%	Barème IR avec abattement pour durée de détention (sauf si régime entrepreneur à 19%)		
PEA (> 5 ans)	15,50%	0%	15,50%	Plafond : 132 000 €

Source : code général des impôts

III – 1 L'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE BÉNÉFICIE D'UN TRAITEMENT FISCAL ET SOCIAL TRÈS FAVORABLE CONFORME À SA NATURE D'ÉPARGNE POPULAIRE QUI PERMET LE FINANCEMENT DE PRIORITÉS D'INTÉRÊT GÉNÉRAL ET DOIT ÊTRE CONFORTÉE

L'épargne réglementée (livret A, livret de développement durable, livret jeune, livret d'épargne populaire) jouit d'une exonération totale d'impôt sur le revenu mais aussi de prélèvements sociaux pour les revenus issus de cette épargne. Associée à la parfaite liquidité de ces livrets, ce régime d'exonération explique le succès permanent que rencontre l'épargne réglementée auprès des ménages.

L'épargne réglementée permet ainsi aux ménages de se constituer une épargne de précaution pour faire face aux imprévus, pour des montants plafonnés. Ce régime fiscal favorable répond à un double objectif :

- celui de développer l'épargne populaire, en permettant aux épargnants modestes de se constituer une épargne de précaution ;
- celui de financer des politiques d'intérêt général, puisque les encours des livrets d'épargne réglementée sont pour près des deux tiers centralisés à la Caisse des dépôts en vue historiquement de financer le logement social mais aussi progressivement d'autres priorités que sont le renouvellement urbain, les infrastructures et les investissements publics locaux.

Le traitement fiscal et social très favorable de l'épargne réglementée reste conforme à sa nature d'épargne populaire et permet le financement par la puissance publique des priorités d'intérêt général. La dépense fiscale et sociale qui en résulte, de l'ordre de 1,3 Md€ en 2012, a été au demeurant jusqu'en 2011 couverte en grande partie par le reversement à l'Etat du résultat net du fonds d'épargne.

Les mouvements de réallocation de l'épargne financière intervenus à la suite des relèvements du plafond du livret A et du livret de développement durable ne sont pas de nature à déstabiliser la répartition du stock de l'épargne financière. Le plafonnement des sommes pouvant être versées sur ces produits préserve en tout état de cause l'équité fiscale et limite le coût budgétaire de ce dispositif.

Dès lors, il paraît souhaitable de maintenir et de renforcer la confiance des ménages dans l'épargne populaire en maintenant les avantages fiscaux et sociaux qui lui sont associés. Les ressources supplémentaires procurées par le relèvement du plafond des livrets défiscalisés qui doivent prioritairement soutenir l'effort de construction de logement doivent être également employés pour soutenir les interventions publiques dans le financement de l'économie, notamment pour de grands programmes d'infrastructures, ou encore venir en appui à des interventions de la Banque publique d'investissement par des prêts de refinancement.

Un droit de refinancement jusqu'à 10 Md€ pourrait ainsi être ouvert dès 2013 pour le financement des entreprises.

III – 2 L'ÉPARGNE SALARIALE JOUIT DU RÉGIME LE PLUS FAVORABLE DE TOUS LES MÉCANISMES D'ÉPARGNE FINANCIÈRE MALGRÉ LE RELEVEMENT RÉCENT DU FORFAIT SOCIAL

L'épargne salariale jouit d'un régime fiscal et social qui reste très favorable pour le salarié comme pour l'employeur que le relèvement justifié par la loi de finances rectificative pour 2012 du forfait social à la charge de ce dernier n'a pas remis fondamentalement en cause. Il est au demeurant le plus avantageux de tous les régimes fiscaux et sociaux de l'épargne puisqu'il cumule l'exonération de la rémunération du salarié (c'est le seul cas d'exonération de l'assiette et non pas seulement des revenus de l'épargne) et celle des revenus générés par cette rémunération. Au total, alors que son allocation apparaît discutable¹⁰, il s'agit probablement de la forme d'épargne la plus subventionnée.

A titre principal, l'épargne salariale a pour vocation d'associer les salariés aux performances de l'entreprise¹¹, tout en leur permettant de se constituer une épargne dans des conditions avantageuses. Elle repose sur une combinaison de plusieurs mécanismes : des dispositifs de versement de rémunération complémentaire liés aux résultats de l'entreprise (participation et intéressement) et des dispositifs d'épargne collectifs (le plan d'épargne entreprise [PEE] et le plan d'épargne pour la retraite collectif [PERCO]).

Elle bénéficie d'une fiscalité favorable aussi bien pour l'employeur que pour le salarié :

- les sommes perçues au titre de la participation ou de l'intéressement, qu'elles soient ou non placées sur un plan d'épargne collectif, sont exonérées de cotisations sociales mais pas de CSG et de CDRS. Elles sont en revanche soumises au forfait social. Il en va de même des abondements de l'employeur ;
- les sommes tirées de la participation ou de l'intéressement et placées sur un plan d'épargne collectif ou sur un compte bloqué (pour la seule participation), de même que les abondements de l'employeur, sont exonérés d'impôt sur le revenu sous condition de blocage de cinq ans (sauf dérogation prévue par la loi pour certains cas de déblocage anticipé, les sommes immédiatement perçues par le salarié ou débloquées avant ce délai de cinq ans sont pour leur part soumises à l'impôt sur le revenu) mais sont en revanche soumis aux prélèvements sociaux lors de leur versement ;
- les revenus et gains tirés des placements effectués sur les véhicules collectifs d'épargne salariale (PEE, PEI) sont eux aussi exonérés d'impôt sur le revenu mais soumis aux prélèvements sociaux.

¹⁰ Une part significative de ces encours est investie en produits monétaires de court terme et ne contribue pas aux financements longs de l'économie française. Une autre partie, investie en actions de l'entreprise renforce l'exposition des salariés au risque de leur employeur.

¹¹ Au fil du temps, de nombreux autres objectifs, parfois contradictoires et inégalement satisfaits lui ont été également assignés : renforcer la productivité des salariés ; enrichir le dialogue social dans l'entreprise ; rééquilibrer le partage de la valeur ajoutée au profit des salariés ; stimuler le pouvoir d'achat par des mesures permettant ponctuellement un déblocage anticipé de l'épargne-retraite ; développer l'actionnariat salarié et, plus généralement, la détention d'actions ; offrir un complément de retraite via le PERCO.

Ces avantages très importants contribuent à expliquer l'effet de substitution observé entre l'épargne salariale et la masse salariale : d'après le rapport Cotis de 2009¹², une substitution de l'ordre de 1 point de PIB s'est opérée entre 1990 et 2007.

Ce régime fiscal et social a au demeurant un coût élevé, d'ailleurs le plus élevé de tous les mécanismes d'incitation à l'épargne financière. Il avait été estimé en 2010 à près de 5 Md€ sur la base d'un forfait social alors fixé à 4%, au détriment notamment de l'assiette du financement de la protection sociale.

Le relèvement du forfait social à 20% par la deuxième loi de finances rectificative pour 2012 contribue toutefois à réduire le coût social de ce dispositif et devrait également mettre un frein à cet effet de substitution. Les estimations réalisées à l'occasion de la loi de finances et de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2013 permettent ainsi d'envisager une dépense fiscale de l'ordre de 2,4 Md€ à compter de 2013 qui demeure, en absolu et en relatif, la plus élevée de tous les dispositifs existants en faveur de l'épargne financière. Cette dépense fiscale reste notamment très significative au regard de l'épargne ainsi collectée (l'encours est de 90 Md€) et, s'il ne doit pas être envisagé une remise en cause de l'épargne salariale qui est au demeurant dans le champ de la négociation sociale, il ne semble pas opportun de la renforcer.

III – 3 L'ÉPARGNE RETRAITE, QUI FAIT L'OBJET DE TRAITEMENTS ASSEZ HETEROGENES ET QUI NE SONT PAS PLUS INCITATIFS QUE L'ASSURANCE VIE, RESTE PEU DEVELOPPEE

L'épargne retraite recouvre un ensemble varié de dispositifs aux fonctionnements très divers : contrats collectifs (dits du 2ème pilier) ou individuels (dits du 3ème pilier), à prestations définies ou à cotisations définies, à caractère obligatoire (pour un individu appartenant à un groupe, dans le cadre des contrats collectifs) ou facultatif, aux sorties en rente ou en capital, et une fiscalité allégée à la souscription ou à la sortie.

Les principaux produits d'épargne retraite sont¹³ :

- dans le cadre de l'activité professionnelle, obligatoires : pour les salariés, les régimes supplémentaires (régimes d'entreprise à cotisations définies [dits de l'article 83], ou à prestations définies [dits de l'article 39], ou les contrats en sursalaire [dits de l'article 82] et le PERCO) ;
- dans le cadre de l'activité professionnelle, facultatifs : le PERCO et, pour les indépendants, les contrats Madelin et Madelin agricole ;

¹² « Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunération en France », Rapport au Président de la République de la Mission présidée par Jean-Philippe Cotis, directeur général de l'INSEE, 13 mai 2009.

¹³ S'y ajoutent des dispositifs d'épargne retraite plus ciblés : régimes de retraite facultatifs par rente des élus locaux FONPEL et CAREL (pas de déduction à l'entrée/imposition en RTVO à la sortie) et retraite mutualiste du combattant, qui présente la particularité de fonctionner sous plafond, sur le modèle EEE (déduction à l'entrée/exonération à la sortie).

- hors de l'activité professionnelle : le plan d'épargne pour la retraite populaire (PERP), le plan d'épargne retraites entreprises (le PERE est un contrat d'assurance-vie collective), les régimes de prévoyance collective des fonctionnaires (PREFON et CRH [complément de retraite hospitalier]) et le complément de retraite mutualiste (COREM) ;

Le régime fiscal et social de l'épargne retraite est peu lisible et rend difficile la comparaison des différents produits. Son coût annuel est de l'ordre de 2 Md€ (cf. coût évalué à 2 Md€ par la Cour des comptes¹⁴ et à 1,9 Md€ par l'Inspection générale des finances en 2010).

Sur le plan fiscal, le mécanisme de « report de taxation » s'applique à la plupart des produits : déduction « à l'entrée », sous plafond, du revenu imposable à l'impôt sur le revenu des versements effectués, imposition « à la sortie » des rentes selon le régime des pensions.

Pour le PERCO, le régime est différent : les abondements de l'employeur, et ceux du salarié lorsqu'ils proviennent de l'intéressement, de la participation, ou de jours versés sur un CET (dans la limite de 10 jours par an) ne sont pas imposés à l'entrée mais ne le sont pas non plus, ou pas totalement, en sortie (il y a exonération totale d'impôt en cas de sortie en capital ; en cas de sortie en rente, le montant de celle-ci est imposable après un abattement qui dépend de l'âge de l'intéressé à la date du premier versement [application du régime des rentes viagères à titre onéreux]). Seuls les versements volontaires du salarié sont imposables à l'entrée, et soumis en sortie au même traitement que les abondements de l'employeur.

S'agissant du régime social, les abondements employeurs et ceux issus de la participation et de l'intéressement (contrats « article 83 » et PERCO) ne sont pas soumis à cotisations sociales mais restent assujettis à la CSG et à la CRDS. L'abondement de l'employeur est par ailleurs soumis à une cotisation de 8,2 % au-delà de 2 300 € par an. Ce régime assez avantageux est toutefois atténué par l'introduction récente du forfait social, dont le taux est passé à 20% dans le cadre de la deuxième loi de finances rectificative pour 2012. S'agissant du PERP, les cotisations sont prélevées sur du salaire net qui a donc été soumis aux cotisations sociales de droit commun.

En matière de CSG/CRDS, un élément de complexité provient de la dualité de traitement des rentes. Les rentes du PERP et des contrats « article 83 » sont soumises au régime des revenus de remplacement (soit un taux de 7,1%, plus faible éventuellement en cas de revenus modestes), tandis que la seule fraction imposable des rentes du PERCO – variable selon l'âge du crédientier¹⁵ – est assujettie à des prélèvements sociaux, mais à un taux de 15,5%. Ce second traitement est similaire à celui appliqué à l'assurance-vie.

¹⁴ Source : Rapport de la Cour des comptes « Sécurité sociale » 2011 », septembre 2011.

¹⁵ Cette fraction, déterminée d'après l'âge du crédientier lors de l'entrée en jouissance de la rente, est fixé à 70% si l'intéressé est âgé de moins de 50 ans ; 50% s'il est âgé de 50 à 59 ans inclus ; 40% s'il est âgé de 60 à 69 ans inclus ; 30% s'il est âgé de plus de 69 ans. Le barème retenu dans ce mode de taxation tente d'estimer, en fonction de l'âge du crédientier au moment de la liquidation de sa retraite, la part de la rente servie par les intérêts.

Ainsi, aujourd'hui, l'épargne retraite offre un cadre assurantiel, juridique et fiscal varié, mais finalement peu compétitif au regard du régime fiscal et de la souplesse d'utilisation de l'assurance-vie.

Elle se caractérise d'ailleurs par sa faible diffusion auprès des épargnants et ne totalise que 160 Md€ d'encours fin 2010.

Il ne paraît ni possible, ni utile, ni même souhaitable d'accroître les avantages fiscaux et sociaux associés à l'épargne salariale et à l'épargne retraite, ce qui aurait pour premier effet de porter atteinte à l'assiette de financement de la protection sociale.

Une évolution et une simplification souhaitable de ces dispositifs comme ceux qui pourraient être proposés pour financer la dépendance ne pourraient en tout état de cause que résulter des négociations à venir entre les partenaires sociaux, notamment sur l'avenir des régimes de retraite, et sous réserve bien évidemment de la maîtrise de leur coût budgétaire et de la préservation de l'assiette du financement de la protection sociale.

III – 4 L'ASSURANCE-VIE BENEFICIE D'UN REGIME FISCAL AVANTAGEUX QUI DOIT EVOLUER POUR INCITER A DES PLACEMENTS PLUS LONGS DAVANTAGE ORIENTES VERS LE RISQUE

L'assurance-vie occupe désormais une place tout à fait centrale dans le patrimoine financier des ménages français en raison de la grande souplesse qui la caractérise et qui lui permet de remplir des fonctions très différentes : épargne de précaution sécurisée et liquide, besoin d'épargne retraite plus spécifique à certaines catégories de la population, transmission patrimoniale pour les ménages les plus aisés, etc....

L'assurance-vie bénéficie d'un statut fiscal particulièrement avantageux dont la singularité est double puisqu'elle tient à la fois à la taxation des revenus tirés des sommes placés sur les contrats et à la fiscalité des capitaux qu'elle permet de transmettre à laquelle on peut faire improprement référence en parlant de « régime successoral propre ».

La nécessité d'assurer une grande confiance des épargnants pour maintenir un flux significatif de placements financiers comme le rôle central que jouent désormais les assureurs-vie dans le financement de l'économie nous conduisent à considérer inopportun de remettre en cause le statut fiscal relativement avantageux de l'assurance-vie aussi bien en terme de fiscalité de l'épargne que de fiscalité successorale et de revenir, pour la plus grande majorité des titulaires de contrats, sur les avantages acquis au titre des primes déjà versées. Comme nous l'avons précédemment indiqué, il ne nous paraît pas davantage utile et pertinent de déstabiliser l'économie générale de l'assurance-vie en banalisant à l'intention d'autres institutions financières les avantages fiscaux dont elle bénéficie.

Il semble néanmoins nécessaire et possible de procéder à un certain nombre d'ajustements pour renforcer la nature de long terme de ce support d'épargne financière, afin de redonner aux assureurs des marges de manœuvre dans l'allocation de leur actifs et pour inciter les épargnants les plus solides à mieux orienter leur épargne vers le financement des entreprises.

A- LE REGIME FISCAL ET SOCIAL DES PRODUITS DES CONTRATS D'ASSURANCE-VIE NE DISTINGUE PAS LE RISQUE PRIS

La fiscalité sur les revenus tirés des placements en assurance-vie¹⁶ n'incite pas à la prise de risque puisqu'elle est identique quel que soit le support, autrement dit que les contrats soit en euros ou en unité de compte¹⁷.

A l'impôt sur le revenu, les produits des contrats d'assurance-vie ne sont imposés que lors du dénouement du contrat en cas de vie ou de rachat total ou partiel. Les produits générés dans l'année ne sont donc pas imposés systématiquement. Seuls le sont les produits capitalisés sur les contrats dénoués dans l'année. Ce régime fiscal, distinct du régime social qui taxe au fil de l'eau les prélèvements sociaux les gains des contrats en euros et des compartiments en euros des contrats multi-supports, n'est plus considéré depuis 2011 comme une dépense fiscale. Il se justifie juridiquement par les spécificités du contrat d'assurance à un produit d'épargne¹⁸.

Les rachats sont imposables pour leur fraction excédant un abattement (réservé aux contrats de plus de huit ans) de 4 600 € pour les célibataires ou de 9 200 € pour les couples. Dans les faits, une large partie des produits retirés sont ainsi exonérés. Dans les autres cas, les produits sont imposables à l'impôt sur le revenu, au barème progressif ou, sur option du contribuable, au prélèvement forfaitaire libératoire à un taux dégressif en fonction de la durée du contrat (mais indépendant de la maturité réelle des encours, la durée du contrat étant décomptée à partir de sa date d'ouverture), mais identique que le contrat soit en euros ou en unités de compte : 35 % si la durée du contrat est inférieure à 4 ans ; 15 % si la durée du contrat est égale ou supérieure à 4 ans et inférieure à 8 ans ; 7,5 % si la durée du contrat est égale ou supérieure à 8 ans.

Ce régime, s'il incite à conserver ses contrats huit ans au moins, n'incite pas à la stabilité de l'épargne pendant la même période : c'est la durée du contrat qui permet de bénéficier du traitement fiscal très favorable de sortie après huit ans et non le maintien effectifs des montants au sein des contrats pendant cette durée. Un contribuable détenant deux contrats depuis au moins huit ans sera imposé dans les mêmes conditions sur les gains de ces contrats qu'ils soient réalisés au titre de sommes versées dès leur ouverture ou de sommes déplacées dans l'année d'un contrat à l'autre.

Dans les faits, le régime fiscal décroissant avec la durée du contrat aboutit néanmoins à la constitution d'une épargne longue puisque la maturité moyenne des encours s'élève ainsi à 8,3 années en 2012 (près des deux tiers des contrats ont plus de huit ans et près de la moitié ont plus de douze ans).

¹⁶ Les produits des contrats d'assurance-vie sont imposés lors du dénouement du contrat en cas de vie ou de rachat partiel.

¹⁷ Les contrats d'assurance-vie peuvent être mono ou multi-supports, les supports disponibles sont soit en euros, soit en unité de compte. Actuellement, la part des contrats multi-supports dans les encours d'assurance-vie est de 62%, celle des contrats mono-support euro de 38% ; au total l'encours d'assurance-vie est investi à 15% sur des supports en unité de compte.

¹⁸ Les contrats d'assurance-vie ne sont toutefois pas assujettis à la taxe spéciale sur les contrats d'assurance.

Les prélèvements sociaux ne font pour leur part aucune distinction quant à la durée de détention. Les produits des contrats d'assurance-vie sont imposés à la source aux prélèvements sociaux dès le premier euro, quelle que soit leur durée (au taux global de 15,5 % pour les produits perçus à compter du 1er juillet 2012). Si les modalités diffèrent selon la nature des supports utilisés¹⁹, cela n'incite pas davantage à des placements risqués.

Le coût de l'exonération ou de l'imposition réduite dont bénéficient au plan fiscal les produits des contrats d'assurance-vie est estimé à 1,2 Md€ en 2013²⁰.

B - LE REGIME SUCCESSORAL DE L'ASSURANCE-VIE EST EXTREMEMENT FAVORABLE

Lorsqu'un contrat d'assurance-vie prévoit le versement d'un capital ou d'une rente à un bénéficiaire déterminé lors du décès de l'assuré, ce capital ou cette rente ne fait pas partie de la succession (et ne peut donc pas être taxé aux droits de succession). Il fait l'objet d'une fiscalité spécifique, voire d'exonération pour les contrats ou les primes les plus anciennes²¹ (cf. annexe 7).

Ainsi, un même bénéficiaire peut recevoir 152 500 € sur un ou plusieurs contrats souscrits par le défunt en franchise d'impôt et être imposés à 20 % de 152 500 € à 1 055 338 € de capitaux-décès, puis à 25% au-delà.

Cet abattement de 152 500€ propre à l'assurance-vie, désormais plus favorable que l'abattement applicable aux successions en ligne directe (cet abattement ayant été ramené à 100 000€ par la deuxième loi de finances rectificative pour 2012) et donc considérablement plus favorable que les abattements bénéficiant à d'autres héritier, peut se cumuler avec les abattements successoraux lorsque le patrimoine transmis est, pour partie, placé en assurance-vie.

Le tarif, très peu progressif, est pour sa part beaucoup plus faible que celui des droits de succession, dont le tarif le plus favorable, celui applicable aux transmissions en ligne directe, prévoit un taux marginal de 45% tandis que les transmissions entre non parents sont taxées à 60%.

C - LE REGIME FISCAL DE L'ASSURANCE-VIE NE CREE PAS D'INCITATION A LA PRISE DE RISQUE ET BENEFICIE POUR L'ESSENTIEL AUX MENAGES LES PLUS AISES

En raison notamment de la sûreté et de la souplesse qu'offrent pour ces produits d'épargne la garantie de capital offerte par les contrats en euros et leur liquidité permanente, on a assisté depuis maintenant trente ans et nonobstant l'évolution

¹⁹ Les contrats en euros et les compartiments euros des contrats multi-supports sont imposés au fil de l'eau (et lors du décès le cas échéant). Les contrats en unités de compte – mono-supports ou « poche UC » des contrats multi-supports sont imposés aux prélèvements sociaux lors des rachats partiels ou du dénouement du contrat, y compris par décès.

²⁰ Source : PLF 2013 – Evaluation des voies et moyens (Tome II).

²¹ Primes versées avant le 13 octobre 1998 sur contrats souscrits avant le 20 novembre 1991 et primes versées avant le 13 octobre 1998 avant l'âge de 70 ans sur contrats souscrits depuis le 20 novembre 1991.

progressive des prélèvements fiscaux et sociaux sur les revenus des produits de placements, à une croissance significative des encours gérés par les assureurs-vie qui sont passés de 15 Md€ en 1980 à 1 450 Md€ en 2012.

Le régime fiscal particulièrement favorable de l'assurance-vie a favorisé et accompagné cette croissance qui assure dans les faits une épargne « mi- longue » utile au financement de l'économie.

Ce régime fiscal est toutefois marqué par l'absence d'incitation à la prise de risque par rapport à la sécurité. En 2011, 85% des encours de l'assurance-vie étaient ainsi placés sur des contrats en euros ou sur les compartiments euros des contrats multi-supports, qui offrent aux épargnants une garantie en capital à tout moment, étendue aux revenus capitalisés, sans obligation de blocage des sommes.

Ce régime est d'autant plus favorable que les revenus et patrimoines sont élevés et il bénéficie très majoritairement, du fait de la concentration des patrimoines financiers évoquée ci-avant, aux ménages les plus aisés. Il se révèle par ailleurs peu compatible avec les principes de justice fiscale.

En ce qui concerne l'imposition des revenus, le prélèvement forfaitaire libératoire, qui n'a pas été remis en cause par la loi de finances pour 2013, est d'autant plus avantageux que les épargnants bénéficient de revenus élevés. Or ce sont justement les revenus les plus élevés qui détiennent les plus importants contrats d'assurance-vie.

Parallèlement, le régime fiscal des capitaux décès, beaucoup plus favorable que celui applicable aux successions, se révèle d'autant plus favorable pour la transmission des capitaux que les bénéficiaires se voient transmettre des montants élevés et que leur lien de parenté avec le défunt est distendu.

D – LE REGIME FISCAL DE L'ASSURANCE-VIE DOIT ETRE CONFORTE MAIS DOIT INCITER A DES PLACEMENTS PLUS LONGS DAVANTAGE ORIENTES VERS LE RISQUE

Il convient de conserver l'enveloppe globale d'incitation à l'assurance-vie afin de consolider la confiance des Français dans ce produit préféré de placement, qui se révèle être en outre leur placement d'épargne en moyenne le plus long.

Toutefois, il serait utile tant d'un point de vue de justice fiscale que de financement de l'économie de cibler plus systématiquement une partie de cette enveloppe sur des produits d'assurance-vie plus risqués, en tout cas en ce qui concerne les patrimoines importants.

De ce point de vue, six mesures principales ont été examinées :

- mieux prendre en compte la maturité effective des sommes épargnées en cohérence avec le statut d'épargne longue de l'assurance-vie en prévoyant le cas échéant des dispositions transitoires pour les contrats existants, ce qui contribuerait à la stabilité des encours ;
- imposer systématiquement les produits des versements de moins de quatre ans au barème de l'impôt sur le revenu en cohérence avec la réforme de la fiscalité des revenus du capital initiée par la loi de finances pour 2013 ;

- mettre en place un nouveau type de contrat « Euro-Croissance » sur le principe déjà existant des contrats euro-diversifiés qui ne garantissent le capital accumulé qu'à une échéance fixée par le contrat. Ce nouveau type de contrat serait susceptible de procurer un meilleur rendement aux épargnants par une allocation d'actifs combinant le risque et la sûreté, et donc mieux orientée vers l'économie dès lors que les contraintes prudentielles auxquels font face les assureurs seraient de facto assouplies. Afin d'assurer le développement rapide de ces nouveaux contrats dont le terme pourrait être prolongé, la transformation des contrats d'assurance-vie existants vers ces nouveaux contrats « Euro-Croissance » devrait être autorisée afin de préserver l'antériorité fiscale acquise, comme cela a été déjà le cas en 2005 pour les contrats multi-supports ;
- réserver, au-delà d'un certain niveau d'encours par ménage des contrats d'assurance-vie, l'avantage fiscal aux contrats « Euro-croissance » et aux contrats en unités de comptes (UC), ainsi qu'à des durées plus longues de placement effectif. Le bénéfice d'un régime fiscal identique pour des contrats en euros dont le risque est intégralement porté par l'assureur comme pour des contrats en unités de compte dont le risque est par contre supporté par l'épargnant ne paraissent en effet pas justifié pour les plus hauts patrimoines au regard de l'objectif d'un financement répondant aux besoins de l'économie productive comme à celui de l'équité fiscale. Une telle mesure qui devrait principalement toucher que le 1% des ménages aux patrimoines les plus élevés qui détiennent un quart des encours de l'assurance-vie et dont le montant moyen des contrats par ménage est supérieur à 500 000 € les inciterait à réorienter leurs placements en assurance-vie en priorité vers des contrats à la perspective de rentabilité plus élevée sur le moyen et long terme et dont le régime fiscal serait maintenu au-delà de ce niveau ;
- créer au sein des contrats en unité de comptes (UC) et des nouveaux contrats « Euro-Croissance » un ou plusieurs compartiments permettant d'investir une partie de ces placements dans des ETI et des PME, dans l'investissement à impact social et, le cas échéant, dans l'investissement immobilier intermédiaire collectif, seuls les contrats comportant ces compartiments gardant alors le bénéfice de l'avantage fiscal au-delà du niveau d'encours susmentionné ;
- mettre en place dès lors un fichier centralisé des contrats d'assurance par ailleurs utile à une meilleure connaissance et un meilleur suivi des comportements d'épargne des ménages vers les produits de l'assurance-vie.

Même si la durée moyenne des placements effectifs est en réalité déjà supérieure à huit ans, et que des dispositions transitoires favorables pourraient être mises en œuvre, la première de ces mesures, techniquement faisable et justifiée sur le plan des principes au motif de l'avantage fiscal consenti, supposerait de l'appliquer non seulement aux flux à venir mais aussi au stock de contrats existants.

Cette mesure serait dès lors considérée par la quasi-totalité des ménages comme une rupture du contrat de confiance dans l'assurance-vie et une remise en cause d'un avantage existant sans pour autant influencer fondamentalement sur la durée effective de placement.

La Fédération française des sociétés d'assurance y est pour sa part résolument hostile à raison du coût et de la complexité de sa gestion comme de l'incompréhension qui, selon elle, pourrait en résulter pour l'épargnant et qui pourrait, dès lors, peser sur l'attractivité et la collecte des produits d'assurance-vie. Il n'est donc pas proposé de la retenir, au profit le cas échéant d'un allongement pour les nouveaux contrats de la durée nécessaire pour bénéficier de l'avantage fiscal.

Il paraît donc souhaitable de mettre en œuvre en priorité le mécanisme de réservation de l'avantage fiscal au-delà d'un certain niveau d'encours sur les contrats en unités de compte et les contrats « Euro-Croissance » et de favoriser le développement du contrat « Euro-Croissance ».

Ces deux mesures associant le couple durée/risque au bénéfice d'une épargne longue orientée vers le risque dans des conditions répondant aux obligations prudentielles des assureurs assureront à court et moyen terme une réallocation ciblée vers les besoins identifiés de l'économie.

En supposant que ces deux mesures (développement du contrat « Euro-croissance » et limitation de l'avantage fiscal attaché au support euro conduisent à une réallocation de la moitié des flux par an des contrats en euro vers ces deux types de contrats, elles pourraient conduire à réallouer d'ici 5 ans jusqu'à 100 Md€ vers un financement plus efficace de l'économie en faveur des grandes entreprises comme des PME et des ETI.

Enfin, sans que cela ait un lien direct avec l'objectif de réorientation de l'épargne financière vers le financement de l'économie mais à raison des objectifs d'équité fiscale poursuivis par le gouvernement, il nous paraîtrait au surplus logique que, sans remettre en cause la spécificité par rapport au droit commun des successions du régime spécifique particulièrement favorable de l'assurance-vie mais dans l'objectif de ne pas en accroître le caractère déjà très favorable, la taxation des sommes transmises aux bénéficiaires des contrats d'assurance-vie après décès de leur titulaire soit réexaminée au vu des mesures de la loi de finances rectificative de l'été 2012 pour renforcer l'équité de l'imposition des successions.

IV - LES DISPOSITIFS FISCAUX CIBLES SUR L'INCITATION AU FINANCEMENT DIRECT DANS LES FONDS PROPRES DES ENTREPRISES DOIVENT ETRE REPENSES

Les mécanismes qui concourent à inciter les épargnants à investir directement en fonds propres dans les entreprises prennent des formes diverses et témoignent de la multiplicité des objectifs poursuivis par les pouvoirs publics en la matière :

- certains prennent la forme « d'aides à l'entrée » sous la forme de réductions d'impôt (impôt sur le revenu des personnes physiques [IRPP] ou impôt de solidarité sur la fortune [ISF]), d'autres « d'aides à la sortie », sous la forme d'exonération de plus-value de cession ;
- certains ciblent la souscription au capital de PME ou de TPE, d'autres visent plus généralement à inciter les épargnants à investir en actions ;
- ces dispositifs peuvent concerner l'investissement direct ou l'investissement intermédié via des fonds.

Compte-tenu du poids plus important des actions dans le patrimoine financier des ménages aisés, ceux-ci sont les principaux bénéficiaires de ces dispositifs fiscaux.

IV – 1 LES MECANISMES D'« AIDES A L'ENTREE », COUTEUX, SONT DE MAUVAISES INCITATIONS POUR LA SELECTION DU RISQUE

Les dispositifs d'aide à la souscription au capital d'une entreprise sont ciblés sur les PME et sont constitués de dispositifs voisins à l'IRPP et à l'ISF :

- une réduction d'IRPP pour investissement au capital de PME, dite « Madelin », d'abord réservée à l'investissement direct puis élargie aux fonds communs de placement dans l'innovation (FPCI) en 1997 et aux fonds d'investissement de proximité (FIP) en 2003²² ;
- une réduction d'ISF pour investissement au capital de PME issue de la loi « TEPA » du 21 août 2007, ouverte aux investissements directs, indirects (via des holdings) et intermédiés²³.

²² Le taux initialement fixé à 25% s'établit désormais à 18%.

²³ Le taux initialement fixé à 75% (50% pour les fonds) a été fixé uniformément à 50% à compter de 2011.

A la suite du rapport de l'Inspection générale des finances qui pointait en 2010 les nombreuses dérives dont faisaient l'objet ces deux dispositifs une réforme de ces dispositifs destinée à les rendre plus vertueux est intervenue fin 2010²⁴. Le coût de la dépense fiscale demeure élevé, à 714 M€ en 2013²⁵ pour des montants d'investissement de 2,3 Md€.

Il convient de noter que cet avantage n'est pas pris en compte pour le calcul des éventuelles plus-values réalisées sur les titres dont l'acquisition a ouvert droit aux réductions d'impôt. Ainsi, la cession pour 70 euros d'un titre souscrit 100 euros dont la souscription a ouvert droit à une réduction d'ISF de 50 euros donnera lieu à une moins-value de 30 euros (déductible de plus-values réalisées par ailleurs) alors que le contribuable aura, en réalité, dégagé un gain net de 20 euros en prenant compte l'avantage fiscal.

Surtout, toutes les auditions menées, y compris celles des responsables de fonds d'investissement, ont souligné l'impact négatif en termes de sélection du risque qu'engendre ce type « d'aides fiscales à l'entrée ».

Un double phénomène de dérive s'observe : d'une part la recherche de la défiscalisation place au second rang l'attention pour la rentabilité réelle de l'investissement ; par ailleurs, un marché de l'intermédiation s'est constitué, se rémunérant en ponctionnant une grande part des dépenses fiscales.

IV – 2 LES AIDES GENERALES A L'INVESTISSEMENT EN ACTIONS PAR LE PEA ONT UN SUCCES LIMITE

Le plan d'épargne en actions (PEA), créé en 1992, permet aux ménages de se constituer une épargne en actions (ou en OPCVM principalement investis en actions) en franchise d'impôt sur le revenu puisqu'au-delà de cinq ans les revenus perçus sur le plan (c'est-à-dire les dividendes) et les gains réalisés sont exonérés d'IRPP. En revanche, les prélèvements sociaux restent dus lors de la sortie du plan.

Le PEA a pour objectif d'inciter « *les particuliers à l'achat d'actions et d'améliorer les conditions de financement et les fonds propres des entreprises* »²⁶.

Le PEA est ouvert aux titres cotés et non cotés, ces derniers faisant l'objet de mesures anti-abus destinées à éviter le détournement de l'objet du dispositif²⁷.

²⁴ Elle a consisté à réduire le champ des activités éligibles aux réductions d'IRPP et d'ISF, à instituer des dispositifs anti-abus et à réduire le taux de la réduction d'impôt ISF-PME de 75% à 50%. Enfin, la loi de finances pour 2012 a recentré la réduction d'impôt Madelin, initialement ouverte à toutes les PME, sur les seules petites entreprises (au sens communautaire) de moins de cinq ans, en phase d'amorçage, démarrage ou expansion. La réduction d'ISF reste ouverte au titre de souscriptions au capital de PME ne répondant pas à ses critères.

²⁵ Dont 232 M€ au titre de l'IR et 482 M€ au titre de l'ISF.

²⁶ Présentation faite par le ministre des finances de l'époque devant l'Assemblée nationale.

²⁷ L'exonération du montant annuel des dividendes est limitée à 10% de la valeur d'entrée sur le plan des titres de la société concernée. En revanche, l'exonération des plus-values de cession des titres n'est pas plafonnée.

L'exonération d'impôt sur les dividendes dont bénéficient les détenteurs de PEA est estimée à 120 M€ en 2013 et celle des plus-values réalisées sur le plan à 100 M€ en 2013. Le succès assez relatif des PEA, puisque les montants ne sont que de 90 Mds, témoigne de la difficulté d'amener une épargne « grand public » sur des produits en action.

IV – 3 LE CAPITAL-RISQUE ET LE CAPITAL-INVESTISSEMENT FONT L'OBJET « D'AIDES A LA SORTIE » CIBLEES QUI BENEFICIENT AU PLUS HAUTS REVENUS, MAIS AVEC UNE VERITABLE SELECTION DES RISQUES

Deux régimes d'exonération des plus-values de cession concernant particulièrement le capital-risque n'ont pas été remis en cause par la loi de finances pour 2013 :

- l'exonération des plus-values de cessions de titres de structures de capital investissement. Sous réserve d'un engagement de conservation et de réinvestissement des produits pendant 5 ans, les plus-values de cession de parts de fonds communs de placement à risque (FCPR) et d'actions de sociétés de capital-risque (SCR) sont exonérées d'impôt sur le revenu (mais pas de prélèvements sociaux)²⁸. Au titre des revenus 2010, le nombre de bénéficiaires de ces dispositifs est de 1 124 foyers fiscaux, pour un coût fiscal de 4 M€.

- les cessions de titres de jeunes entreprises innovantes (JEI). Depuis 2007, les plus-values de cession de parts ou actions de JEI peuvent être exonérées d'impôt sur le revenu, sur option du contribuable, sous certaines conditions²⁹. Au titre des revenus 2010, le nombre de bénéficiaires de ce dispositif est de 90 foyers fiscaux, pour un coût fiscal de 1,8 M€.

Il paraît nécessaire, et possible dans le respect de l'engagement pris par le Président de la République de les stabiliser pour la durée du quinquennat, de mieux cibler les dispositifs fiscaux incitant au financement direct dans les fonds propres des entreprises (ISF-PME, FCP/FCPI, dispositifs Madelin) et en limiter les effets d'optimisation fiscale préjudiciables à une allocation optimale de ces fonds au bénéfice de l'économie.

D'une part, s'agissant des mesures fiscales appliquées aux fonds investissant dans les PME et notamment dans les PME à fort potentiel de croissance (FCPI, FIP) nécessaires pour assurer un flux de collecte suffisant, leur impact pourrait être optimisé. Tous nos interlocuteurs ont en effet reconnu les effets pervers du mécanisme de défiscalisation à l'entrée (détournement à des fins d'optimisation fiscale, moindre intérêt et donc moindre appréciation par les investisseurs des risques pris et de la pertinence des investissements).

²⁸ Cet avantage n'étant pas cumulable, s'agissant des FCPI et des FIP qui sont des FCPT spécialisés, avec la réduction d'impôt Madelin. En outre, la SCR bénéficie elle-même d'un régime d'exonération d'impôt sur les sociétés.

²⁹ Les titres doivent avoir été souscrits à compter du 1^{er} janvier 2004 et avoir été conservés pendant une période d'au moins trois ans durant laquelle la société a bénéficié du statut de JEI et le cédant et son cercle familial ne doivent pas avoir détenu ensemble plus de 25% des droits dans les bénéfices et des droits de vote de la JEI.

Une réflexion doit donc être engagée dans l'objectif d'atteindre une meilleure sélection des risques et une meilleure identification des projets de croissance et donc de conduire à une allocation plus performante des fonds collectés et à des rendements plus satisfaisants afin de justifier les avantages fiscaux consentis.

Par ailleurs, une plus grande performance des mécanismes de capital investissement suppose probablement une évolution de ces structures. La dépendance très forte du capital risque et du capital développement aux financements et aux soutiens publics conduit à des inefficiences (fonds de taille insuffisante réduisant la capacité de mutualisation des risques et/ou conduisant à un morcellement trop parcellaire du capital des entreprises investies, absence d'incitation à générer une rentabilité suffisante des fonds investis) et à des coûts de gestion qui, au regard des perspectives de performance et du niveau de risque, apparaissent trop élevés aux investisseurs institutionnels.

Les mesures précédemment évoquées qui leur redonneront davantage de marges de manœuvre devraient conduire ces derniers à revenir vers ces activités de « *private equity* » mais il sera nécessaire de rechercher une meilleure articulation entre ces investisseurs et les acteurs du capital investissement afin de restaurer une confiance réciproque qui nous est apparue singulièrement érodée. Dans ce cadre, il serait opportun de renouveler et préciser les engagements pris par le passé par le secteur de l'assurance-vie en faveur des investissements en fonds propres des PME et ETI.

En outre, une évolution de la fiscalité des particuliers investissant dans les PME et les ETI doit être envisagée, conformément à l'orientation retenue dans le « Pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi » de mise en place d'un PEA PME.

Il convient, certes, d'attendre les conclusions des prochaines Assises de l'entreprenariat, mais il nous paraît souhaitable d'encourager le développement de ce type de placements par les particuliers par la reconnaissance de la nature relativement risquée de ces investissements qui justifie des dispositions protectrices de l'épargnant et des incitations fiscales appropriées. Pour être rapidement opérationnel, il conviendrait d'ouvrir la possibilité d'abondement de ces fonds par les « agrégateurs » institutionnels de l'épargne.

Enfin, afin d'inciter au placement de l'épargne dans les petites et moyennes entreprises et dans les entreprises de taille intermédiaire, il serait souhaitable de clarifier et d'adapter les droits des actionnaires minoritaires.

Nombre de ces entreprises écartent en effet le recours au marché pour financer leur développement en raison du refus de leurs dirigeants d'en abandonner tout ou partie du contrôle. Les PME de croissance, faute d'accès à des fonds propres suffisants, n'ont souvent d'autre choix avant d'atteindre la taille critique d'ETI que de se laisser racheter par de grands groupes au risque de conduire à bref délai à un arrêt rapide du développement de l'innovation.

Cette évolution du droit des actionnaires de PME pourrait s'inspirer des mécanismes en vigueur outre-rhin. Le droit allemand des sociétés non cotées régit ainsi les rapports entre les grandes sociétés et les sociétés de petite et moyenne taille dont elles deviennent actionnaires de manière protectrice en les mettant à l'abri des décisions préjudiciables de leur actionnaire majoritaire. L'autonomie entrepreneuriale des PME et ETI étant ainsi préservée, ces entreprises hésiteront moins à ouvrir leur capital et pourront ainsi plus facilement poursuivre leur développement.

VI – 5 LA LEGITIMITE ET L’EFFICACITE DE CERTAINS AUTRES DISPOSITIFS FISCAUX MERITENT D’ETRE REEVALUEES

La fiscalité de l’épargne compte encore d’autres dispositifs incitatifs, parmi lesquels les dispositifs de défiscalisation particulièrement peu compatibles avec les principes de justice fiscale.

Ainsi en va-t-il des dispositifs de réduction d’impôt en faveur des investissements outre-mer (investissements dans le logement locatif et social ainsi que dans les investissements productifs) dont le coût s’élève au total à près de 900 M€³⁰ en 2012, et à la réduction d’impôt pour souscription au capital de sociétés pour le financement du cinéma (SOFICA).

La récente décision du Conseil constitutionnel censurant le maintien d’une part proportionnelle de 4% dans le compartiment du plafonnement global des niches réservé à ces dispositifs au motif qu’elle permettait aux contribuables les plus fortunés d’atténuer la progressivité de l’IRPP dans des proportions qui conduisaient à une rupture caractérisée de l’égalité devant les charges publiques doit toutefois permettre de parvenir – enfin – à une réforme vertueuse de ces dispositifs.

A la suite de cette décision, il paraît indispensable d’engager une réforme vertueuse de ces dispositifs et, en particulier, d’organiser le soutien à l’investissement productif dans les départements d’outre-mer en privilégiant notamment un mécanisme de crédit d’impôt réservé aux exploitants ultra-marins pour que le coût de cette dépense fiscale corresponde au gain qu’en tirent ses bénéficiaires réels. La réduction d’impôt en faveur du logement social devrait pour sa part être, en tout ou partie, rebudgétisée.

IV – 6 LA FISCALITE DE L’EPARGNE FINANCIERE S’ARTICULE AUSSI AVEC LA FISCALITE DE L’EPARGNE IMMOBILIERE ET DU PATRIMOINE

Au-delà de la seule fiscalité de l’épargne financière, le régime fiscal de l’immobilier et la fiscalité du patrimoine jouent également un rôle dans les choix d’allocation des épargnants.

S’agissant de l’immobilier, la fiscalité favorise la propriété de la résidence principale et s’est récemment durcie pour ce qui est des résidences secondaires et l’investissement locatif : les revenus fonciers, traditionnellement taxés au barème progressif de l’impôt sur le revenu, ont subi les diverses hausses de ce dernier et les hausses de prélèvements sociaux ; les incitations à l’investissement locatif, après le régime exagérément favorable du Scellier, ont progressivement été ramenées à un niveau plus équilibré et justement centré sur le logement intermédiaire avec la réduction d’impôt « Duflot », tandis que le régime des plus-values de cession immobilières a été durci par l’allongement de 22 à 30 ans de la durée de détention déclenchant l’exonération et la création, par la dernière LFR de 2012, d’une taxe de 2 à 6% sur les plus-values les plus importantes.

30

Pour sa part, la fiscalité du patrimoine se compose, d'une part, de la taxation de la détention immobilière, via la taxe foncière et, d'autre part, pour les ménages détenant plus de 1,3 M€ de patrimoine, de l'impôt de solidarité de la fortune qui s'applique, modulo les différentes exonérations d'assiette, indifféremment au patrimoine financier et immobilier (la valeur de la résidence principale étant toutefois abattue de 30%).

La censure par le Conseil constitutionnel de l'élargissement des revenus pris en compte pour le dispositif de plafonnement prévu par la loi de finances initiale pour 2013 aura manifestement des effets anti-redistributifs puissants au bénéfice des contribuables capables d'optimiser leur patrimoine de façon à le rendre non productif de revenus et appelle donc une correction du dispositif de plafonnement.

V - QUINZE MESURES POUR DYNAMISER L'ÉPARGNE FINANCIÈRE ET MOBILISER EN QUATRE ANS 100 Md€ POUR L'INVESTISSEMENT ET LA COMPETITIVITE

Différentes mesures renforçant la justice fiscale, permettraient d'orienter 100 Md€ vers le financement des entreprises françaises, dans le cadre de la reprise économique des prochaines années.

L'épargne relativement abondante des ménages français et notre intégration financière, notamment en Europe assurent un financement globalement satisfaisant de notre économie. Quelques lacunes peuvent être cependant relevées :

- du côté des ressources, la préférence des ménages en faveur de la liquidité et une aversion pour le risque, le cas échéant renforcées par une fiscalité insuffisamment incitative aux placements longs et à la prise de risque ;
- du côté des emplois, l'investissement en fonds propres, en particulier dans les PME et les ETI, qui devrait être plus dynamique.

Comme cela a été dit dans l'introduction de ce rapport, la question posée à l'économie française n'est donc pas tant celle de son niveau global d'épargne et pas davantage de celui de l'épargne financière des ménages français que celle de son intermédiation et de son allocation.

Il serait au demeurant tout à fait inapproprié, dans le contexte de croissance faible que nous connaissons en France et en Europe et eu égard à la situation des finances publiques, de peser davantage sur la demande intérieure en développant de nouveaux produits et de nouvelles incitations fiscales visant à relever le niveau d'épargne des français.

Il est par contre tout à fait indispensable de réorienter une part des 3 600 Md€ de l'épargne financière vers le financement des entreprises. Cette réallocation devrait être de l'ordre de 100 Md€ en quatre ans, objectif atteignable sans difficultés au regard du volume actuel de l'épargne financière, et un quart devrait être spécifiquement ciblé vers les ETI et les PME, accompagnant et complétant ainsi les initiatives prises par le gouvernement en faveur du financement des entreprises avec la création de la Banque publique d'investissement (BPI).

Plus généralement, les problèmes identifiés sont plus souvent d'ordre qualitatif plus que quantitatif et lorsqu'ils sont quantitatifs, les ordres de grandeurs suggèrent qu'ils peuvent être résolus par le biais de mesures visant à corriger certaines incitations ou distorsions.

V – 1 CONSOLIDER LA CONFIANCE DES MENAGES FRANÇAIS DANS L'ÉPARGNE POPULAIRE

1- MAINTENIR LES AVANTAGES FISCAUX ET SOCIAUX DE L'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE, CONDUIRE À TERME LE DOUBLEMENT DU PLAFOND DU LIVRET A ET ORIENTER UNE PARTIE DE LA COLLECTE SUPPLÉMENTAIRE VERS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES ET DES INFRASTRUCTURES

Le traitement fiscal et social très favorable de l'épargne réglementée reste conforme à sa nature d'épargne populaire et permet le financement par la puissance publique des priorités d'intérêt général. La dépense fiscale qui en résulte est au demeurant couverte pour l'essentiel par le reversement à l'Etat de l'excédent des produits de placement des fonds d'épargne.

Les mouvements de réallocation de l'épargne financière intervenus et à intervenir à la suite du relèvement du plafond du livret A et du livret de développement durable ne sont pas de nature à déstabiliser la répartition de l'épargne financière entre les différents supports.

Dès lors, il paraît souhaitable de maintenir et de renforcer la confiance des ménages dans l'épargne populaire en maintenant les avantages fiscaux et sociaux qui lui sont associés.

Les ressources supplémentaires procurées par le relèvement du plafond des livrets défiscalisés qui doivent prioritairement soutenir l'effort de construction de logement doivent être également employés pour soutenir les interventions publiques dans le financement de l'économie, notamment pour de grands programmes d'infrastructures, ou encore venir en appui à des interventions de la Banque publique d'investissement par des prêts de refinancement. Un droit de refinancement jusqu'à 10 Md€ pourrait ainsi être ouvert dès 2013 pour le financement des entreprises. Un ordre de grandeur compris entre 10Mds et 20Mds d'euros pourrait parallèlement concerner le financement des grandes infrastructures.

2 - MAINTENIR LES AVANTAGES FISCAUX ET SOCIAUX DE L'ÉPARGNE SALARIALE ET DE L'ÉPARGNE RETRAITE À LEUR NIVEAU ACTUEL ET LEUR PARTICIPATION AU FINANCEMENT DE LA PROTECTION SOCIALE

L'épargne salariale jouit d'un régime fiscal et social qui reste très favorable pour le salarié comme pour l'employeur que le relèvement justifié par la loi de finances rectificative pour 2012 du forfait social à la charge de ce dernier n'a pas remis fondamentalement en cause.

L'épargne retraite, qui fait l'objet pour sa part de traitements assez hétérogènes, reste pour sa part peu développée en raison notamment du caractère peu compétitif de son cadre assurantiel, juridique et fiscal au regard du régime fiscal et de la souplesse d'utilisation de l'assurance-vie.

Il ne paraît ni possible, ni utile, ni même souhaitable d'accroître les avantages fiscaux et sociaux associés à l'épargne salariale et à l'épargne retraite, ce qui aurait pour premier effet de porter atteinte à l'assiette de financement de la protection sociale.

Une évolution de ces dispositifs comme ceux qui pourraient être proposés pour financer la dépendance ne pourraient en tout état de cause que résulter des négociations à venir entre les partenaires sociaux, notamment sur l'avenir des régimes de retraite, et sous réserve bien évidemment de la maîtrise de leur coût budgétaire et de la préservation de l'assiette du financement de la protection sociale.

La contribution de l'épargne financière au financement de la protection sociale initiée en 1990 lors de l'institution de la contribution sociale généralisée a conduit à la généralisation d'un prélèvement social aujourd'hui fixé à 15,5% des revenus de l'épargne financière.

Ce prélèvement social qui reste contesté par nombre de nos interlocuteurs dans son principe et dans son évolution récente nous paraît parfaitement justifié, notamment au regard de la concentration des patrimoines et revenus financiers évoqués ci-avant comme du niveau du poids des cotisations sociales employeurs et salariés sur les revenus du travail. Les augmentations successives qui l'ont affecté, si elles ont à l'évidence pesé sur le rendement net des placements financiers, n'ont toutefois pas conduit à une diminution de l'épargne financière.

Au regard des objectifs d'équité fiscale et de justice sociale comme à raison des besoins de financement de la protection sociale auxquels tous les revenus doivent contribuer quelle qu'en soit la nature, il convient de stabiliser à ce niveau ce prélèvement social et, le cas échéant, dans un souci de neutralité dans l'allocation des actifs financiers, de le généraliser, hors l'épargne réglementée, à l'ensemble des produits de l'épargne financière auxquels ce taux de droit commun ne serait pas encore appliqué.

3 - ASSURER UN ENGAGEMENT DE STABILITE DES REGLES FISCALES ET SOCIALES APPLICABLES A L'EPARGNE FINANCIERE POUR LA DUREE DU QUINQUENNAT

La nécessaire consolidation de la confiance de tous nos compatriotes dans leur épargne et dans leur patrimoine sur le long terme repose sur la stabilité des règles fiscales qui leur sont et leur seront appliquées.

Dès lors que le gouvernement aura fait ses choix, il conviendra de prendre un engagement de stabilité pour la durée du quinquennat.

V – 2 CONSOLIDER LA CONFIANCE DES MENAGES DANS L'ASSURANCE-VIE EN PRIVILEGIANT LES PLACEMENTS DE LONG TERME ET EN INCITANT A LA PRISE DE RISQUE EN FAVEUR DES ENTREPRISES

4 - CONFORTER LA SPECIFICITE DU REGIME FISCAL ET SOCIAL DE L'ASSURANCE-VIE

L'assurance vie occupe désormais une place toute à fait centrale dans le patrimoine financier des ménages français en raison notamment d'une grande souplesse qui lui permet de remplir des fonctions très différentes. Le statut fiscal de l'assurance vie couvre ainsi à la fois un motif d'épargne sécurisée et liquide, un besoin d'épargne retraite plus spécifique pour certaines catégories de la population, une volonté de transmission patrimoniale, notamment pour des ménages très aisés, etc.

Si elle s'est imposée comme le principal véhicule d'épargne longue des ménages, l'assurance vie reste néanmoins caractérisée par une grande liquidité des encours (en particulier pour les contrats de plus de huit ans) et, pour les contrats en euros, par une grande sécurité (garantie du capital à tout instant). Ces deux caractéristiques justifient un traitement prudentiel exigeant ainsi qu'une gestion prudente de la part des assureurs et notamment une allocation d'actif conservatrice.

Ce statut fiscal, relativement avantageux aussi bien en termes de fiscalité de l'épargne que de fiscalité de sa transmission, ne semble pas devoir être remis en cause mais nécessite quelques ajustements pour renforcer la nature de placement de long terme de ce support, permettre aux assureurs de retrouver des marges de manœuvre dans leur allocation d'actifs et inciter les épargnants à mieux orienter leur épargne vers le financement des activités les plus utiles à l'économie et, en particulier, le financement des entreprises.

5 - METTRE EN PLACE UN NOUVEAU CONTRAT « EURO-CROISSANCE » SUR LE PRINCIPE DES CONTRATS « EURO DIVERSIFIES » EXISTANT ET DYNAMISER LEUR MONTEE EN CHARGE EN ASSURANT LE MAINTIEN DE L'ANTERIORITE FISCALE POUR LA TRANSFORMATION DES CONTRATS EN EUROS EXISTANTS

Les contrats en euros offrent aujourd'hui une garantie du capital à tout instant alors même que, bien que les encours soient de fait liquides, l'horizon de détention des contrats est assez long. La combinaison de la liquidité et de la garantie du capital à tout instant détermine un traitement prudentiel strict et oblige les assureurs à une gestion particulièrement prudente.

Dans la mesure où les ménages n'ont pas nécessairement besoin de disposer en permanence d'une garantie sur la totalité de leur épargne, une garantie du capital à terme seulement permettrait de répondre aux préférences des ménages tout en leur permettant de bénéficier d'un meilleur rendement. Une telle disposition, en assouplissant les contraintes de passif des assureurs, leur permet une allocation plus dynamique de leurs actifs.

Ainsi, le développement de nouveaux contrats « Euros-Croissance » qui ne bénéficieraient d'une garantie du capital qu'à terme permettra de concilier le souhait des épargnants d'une certaine sécurité de leurs placements tout en préservant un rendement suffisant et la capacité des assureurs à financer l'économie et en particulier à apporter aux entreprises des financements en fonds propres et en dette.

Si ces produits existent d'ores et déjà, leur développement est aujourd'hui entravé par le fait que le redéploiement des fonds détenus sous forme d'un contrat en euros vers un contrat euros-diversifié nécessite de clore les contrats existants et entraîne les conséquences fiscales d'un dénouement du contrat et la perte de l'antériorité fiscale du contrat initial.

Il convient donc de permettre la transformation des contrats d'assurance vie en euros en un contrat en euros diversifié ou l'ajout de compartiments diversifiés à un contrat existant tout en préservant l'antériorité fiscale des contrats, à la manière de ce qui a été fait avec le dispositif Fourgous qui a permis le développement des contrats multi-supports depuis 2005.

L'objectif est qu'une réallocation substantielle des contrats existants permettent de dégager 20 Md€ supplémentaires susceptibles d'être investis en actions.

6 - MAINTENIR L'AVANTAGE FISCAL DES CONTRATS EN UNITES DE COMPTE TOUT EN PLAFONNANT CELUI APPLICABLE AUX CONTRATS EN EUROS A UN SEUIL DE 500 000 € POUR LES 1% DES MENAGES LES PLUS AISES AFIN DE REORIENTER UNE PARTIE DES PLACEMENTS DE CES MENAGES VERS DES ACTIFS PLUS RISQUES ET PLUS RENTABLES

La fiscalité actuelle de l'assurance vie est identique que le contrat soit en euros ou en unité de compte. Il n'apparaît pas justifié que l'avantage fiscal dont bénéficient de fait les ménages les plus aisés soit le même pour un contrat dont le risque est intégralement porté par l'assureur qui de fait gèrera les encours correspondants avec un certain conservatisme et un contrat qui, en acceptant de prendre un risque plus élevé, contribue plus efficacement au financement de l'économie et notamment des entreprises.

Il convient donc de réserver l'avantage fiscal au-delà d'un certain niveau d'encours par ménage (fixé à un niveau élevé correspondant à des épargnants qui ont de fait une réelle capacité à porter des risques) aux contrats « Euro-croissance » et aux contrats en unité de compte (UC) ainsi qu' des durées plus longues de placement effectif, afin d'inciter à une plus grande prise de risque. Une telle mesure n'alourdirait la fiscalité de ces contrats que dans la mesure où les détenteurs concernés préféreraient conserver une garantie du capital.

Les modalités pratiques de cette mesure doivent être examinées plus précisément mais en tout état de cause, elle ne devrait concerner que les contrats au-delà de 500 000 € d'encours par ménage, ce qui correspond à des contrats détenus par les 1% des ménages les plus riches.

Dans l'hypothèse où une majorité des flux futurs habituellement placés sur des contrats en euros étaient orientés vers ces contrats UC, la réallocation en faveur des actions pourrait atteindre 50 Md€ en l'espace de quatre ou cinq ans et une part significative pourrait être dirigée vers les obligations d'entreprises.

7 - CREER AU SEIN DES CONTRATS EN UNITES DE COMPTE ET DES CONTRATS « EURO-CROISSANCE » DES COMPARTIMENTS OBLIGATOIRES EN DIRECTION DES PME, DE L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE (ISR) ET DU LOGEMENT INTERMEDIÉ

Créer au sein des contrats en unité de comptes (UC) et des nouveaux contrats « Euro-Croissance » un ou plusieurs compartiments permettra de flécher une partie de ces placements vers les ETI et les PME, l'investissement à impact social et, le cas échéant, l'investissement immobilier intermédiaire collectif. Seuls les contrats « Euro-Croissance » et « UC » offrant ces compartiments ouvriraient droit au maintien de l'avantage fiscal au-delà du niveau susmentionné.

8 – ALLONGER PAR DES MECANISMES APPROPRIES LA MATURITE EFFECTIVE DES SOMMES EPARGNEES AVEC, LE CAS ECHEANT, DES DISPOSITIONS TRANSITOIRES POUR LES CONTRATS EXISTANTS, POUR FAVORISER LA STABILITE DES ENCOURS ET L'EPARGNE LONGUE

L'assurance-vie est *de facto* un produit d'épargne longue mais se trouve être *de jure* un support assez liquide dans la mesure où l'assuré a un droit de rachat permanent que l'assureur doit honorer dans un délai d'un mois. La fiscalité, qui prévoit un traitement différent en fonction de la date d'ouverture du contrat, introduit un élément de viscosité mais n'a aucun impact pour les contrats ouverts depuis plus de huit ans.

En cohérence avec le statut d'épargne longue de l'assurance vie, il semble opportun de rechercher par des mécanismes appropriés et, le cas échéant, par une modification pour les nouveaux contrats des durées actuellement exigées pour bénéficier de l'avantage fiscal, un allongement de la durée de placement effectif et de la maturité effective des sommes épargnées (en prévoyant le cas échéant des dispositions transitoires pour les contrats existants). Sans revenir sur la liquidité de l'assurance vie qui est une caractéristique importante aux yeux des épargnants, une évolution de ce type permettrait de reconnaître plus clairement la nature de long terme de l'assurance-vie et d'assurer que la fiscalité contribue à plus grande stabilité des encours.

9 - IMPOSER LES PRODUITS DES VERSEMENTS DE MOINS DE QUATRE ANS AU BAREME DE L'IMPOT SUR LE REVENU EN COHERENCE AVEC LA REFORME DE LA FISCALITE DES REVENUS ET GAINS DES PLACEMENTS EN DIRECT

La fiscalité actuelle de l'assurance vie prévoit, outre les prélèvements sociaux, que les produits sont imposables à l'impôt sur le revenu, au barème progressif ou, sur option du contribuable, au prélèvement forfaitaire libératoire à un taux dégressif en fonction de la durée du contrat.

Le taux est de 35 % si la durée du contrat est inférieure à 4 ans, de 15 % entre 4 ans et 8 ans et de 7,5 % si la durée du contrat est égale ou supérieure à 8 ans.

En cohérence avec l'imposition au barème des revenus du capital prévue par la loi de finance pour 2013, il pourrait être envisagé que les produits issus de versements de moins de 4 ans soient systématiquement imposés au barème de l'impôt sur le revenu.

V – 3 FAVORISER L'INVESTISSEMENT EN FONDS PROPRES DANS LES PME ET LES ETI

11 – DANS LE RESPECT DE L'ENGAGEMENT DU PRESIDENT DE LA REPUBLIQUE D'ASSURER LA STABILITE DE CES DISPOSITIFS FISCAUX POUR LA DUREE DU QUINQUENNAT, MIEUX CIBLER LES DISPOSITIFS FISCAUX INCITANT AU FINANCEMENT DIRECT DANS LES FONDS PROPRES DES ENTREPRISES (ISF-PME, FCP/FCPI, DISPOSITIFS MADELIN) ET EN LIMITER LES EFFETS D'OPTIMISATION FISCALE PREJUDICIAIBLES A UNE ALLOCATION OPTIMALE DE CES FONDS AU BENEFICE DE L'ECONOMIE

Au cours des 15 dernières années, l'investissement en fonds propres dans les PME et les ETI a été fortement soutenu par le développement des activités de capital investissement. La France est ainsi devenue le 2^e marché du capital investissement en Europe et certaines équipes françaises ont atteint une compétence incontestable et internationalement reconnue ce qui leur permet de lever des fonds en France mais aussi, dans des proportions parfois importantes, auprès d'investisseurs étrangers. Cette compétence est un atout, à la fois en termes de capacité à mobiliser des sommes importantes mais aussi pour assurer une réelle fécondité des sommes investis, et la qualité des équipes constitue un enjeu essentiel.

Ces activités sont aujourd'hui largement soutenues par la puissance publique en particulier pour ce qui est de l'investissement dans des entreprises en phase d'amorçage ou au début de leur croissance tandis que les investissements dans des entreprises de taille plus importante (grosses PME et ETI) est assez tributaire des fonds collectés auprès des investisseurs institutionnels dont les comportements d'allocation vis-à-vis de ce secteur ont été assez volatiles début le début de la crise.

Si l'on peut identifier un besoin de l'ordre de quelques Md € supplémentaires chaque année pour des investissements en fonds propres, il semble que, dans ce domaine, les principales lacunes identifiées soient plutôt d'ordre qualitatif que quantitatif.

Les soutiens fiscaux aux fonds investissant dans des PME et en particulier dans des PME ayant un fort potentiel de croissance (FCPI, FIP) ont été reconduits fin 2012. Le maintien de ces avantages, après un durcissement progressif depuis quelques années, est apparu nécessaire pour assurer un niveau de collecte suffisant et éviter une baisse des montants disponibles pour réaliser les investissements. Néanmoins, le dispositif actuel est probablement trop concentré sur un avantage à l'entrée qui, s'il permet de mobiliser des sommes importantes, est aussi insuffisamment incitatif à une allocation de qualité des fonds collectés.

Dès lors, il semble pertinent de ne pas créer de nouveaux dispositifs de défiscalisation à l'entrée au profit d'incitations fiscales à la sortie pour optimiser la sélection du risque. Pour les dispositifs existants, dans le respect de l'engagement de stabilité pour la durée du quinquennat pris par le Président de la République et dans l'attente d'une réforme en profondeur à l'échéance des dispositifs pour en optimiser l'impact, il convient de rechercher les mécanismes propres à en limiter les effets d'optimisation fiscale préjudiciables à une allocation optimale de ces fonds au bénéfice de l'économie.

12 - FAVORISER LE RETOUR PERENNE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS VERS LE FINANCEMENT DES PME EN CROISSANCE ET LE CAPITAL INVESTISSEMENT ;

La présence des investisseurs institutionnels a permis le développement de l'activité de capital investissement en France. Ils ont néanmoins sensiblement réduit leurs allocations sur cette classe d'actif en raison de la crise.

Ce retrait pose une double difficulté :

- en termes quantitatifs, la volatilité des comportements d'allocation de ces acteurs explique une grande partie de la volatilité de la collecte ; dans ce sens, le retour des investisseurs institutionnels apparaît nécessaire pour garantir une capacité d'investissement suffisante dans les années à venir ;
- en termes qualitatifs, la présence des investisseurs institutionnels est une garantie de la recherche d'excellence et d'efficacité des équipes à qui ils allouent leur fonds.

Ce retrait a néanmoins des causes objectives : le rendement de ces investissements, en particulier sur les segments les plus amonts, n'a pas été satisfaisant par le passé et, pour l'avenir, les contraintes prudentielles auxquelles devraient se conformer ces acteurs pourraient les conduire à une plus grande réticence.

Il apparaît donc nécessaire de trouver les moyens d'un retour pérenne des investisseurs institutionnels sur ces activités.

Ce retour passe par en partie par les propositions évoquées précédemment qui permettent à ces investisseurs de retrouver plus de marges de manœuvre dans leurs décisions d'allocation. Il passe aussi par la recherche d'une meilleure articulation entre ces investisseurs et les acteurs du capital investissement au sens large.

Enfin, il peut apparaître opportun de réfléchir à un renouvellement des engagements pris par le passé d'investir une part marginale au regard des encours gérés mais très significative par rapport au besoin identifié en matière d'investissement en fonds propres des PME et des ETI.

Un objectif de 2% des encours gérés confiés à des acteurs du capital investissement représenterait 30 Md€, soit un flux d'investissement annuel significatif de l'ordre de 3 Md€ à 4 Md€ par an.

13 - METTRE EN PLACE UN PEA – PME A DESTINATION DES PARTICULIERS ET L'OUVRIR AUX « AGREGATEURS » INSTITUTIONNELS DE L'EPARGNE ;

Enfin, une évolution de la fiscalité des particuliers investissant dans des PME et des ETI pourrait être envisagée dans le cadre de la mise en place d'un PEA PME. Le développement de ce type de placement pourrait ainsi être encouragé tout en reconnaissant que la nature relativement risquée de ces investissements nécessite quelques dispositions protectrices de l'épargnant. A ce titre, le développement de produits type « fonds de fonds » et/ou la définition des caractéristiques de ces produits par le régulateur devraient être envisagés.

14 - AFFIRMER ET RENFORCER LES DROITS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES POUR FACILITER L'OUVERTURE DU CAPITAL DES PME PAR LES ENTREPRENEURS ET INCITER LES EPARGNANTS A LEUR CONFIER UNE PARTIE DE LEUR EPARGNE ;

Afin d'inciter au placement de l'épargne dans les petites et moyennes entreprises et dans les entreprises de taille intermédiaire, il serait souhaitable de clarifier et d'adapter les droits des actionnaires minoritaires.

Nombre de ces entreprises écartent en effet le recours au marché pour financer leur développement en raison du refus de leurs dirigeants d'en abandonner tout ou partie du contrôle. Les PME de croissance, faute d'accès à des fonds propres suffisants, n'ont souvent d'autre choix avant d'atteindre la taille critique d'ETI que de se laisser racheter par de grands groupes au risque de conduire à bref délai à un arrêt rapide du développement de l'innovation

Une évolution du droit des actionnaires de PME paraît donc souhaitable et devrait s'inspirer de la situation outre-rhin. Le droit allemand des sociétés non cotées régit les rapports entre les grandes sociétés et les sociétés de petite et moyenne taille dont elles deviennent actionnaires en tenant compte, notamment, de l'existence des groupes de sociétés de fait.

Distinct du régime applicable au groupe contractuel de sociétés, le dispositif a pour principale vocation d'encadrer la situation de dépendance des PME/ETI vis-à-vis de leur actionnaire majoritaire, c'est-à-dire la situation où, d'une quelconque manière, ce dernier prend des mesures ou exerce une influence susceptible d'être préjudiciables pour la société.

Lorsque la relation de dépendance est reconnue, une série de règles protectrices des intérêts de la société dépendante et de ceux de ses actionnaires minoritaires s'applique.

Tout d'abord, il est fait obligation à l'actionnaire majoritaire de réparer le préjudice qu'il cause à la société dépendante en prenant une décision contraire à ses intérêts.

En outre, à défaut de juste réparation, le droit allemand offre un recours en responsabilité contre l'actionnaire dominant non seulement à la société dépendante mais aussi aux actionnaires minoritaires, ces derniers pouvant agir au nom de la société pour réparer le préjudice social comme en leur nom propre pour réparer leur préjudice personnel.

Enfin, le droit allemand prévoit l'obligation pour le dirigeant de la société dépendante d'élaborer un « rapport annuel de dépendance », sous peine de mise en jeu de sa responsabilité personnelle.

Extrêmement dissuasif, ce dispositif juridique a prouvé son efficacité Outre-Rhin. En effet, on constate un nombre extrêmement faible de recours en responsabilité émanant soit des sociétés placées sous l'influence capitalistique de grands groupes, soit de leurs actionnaires minoritaires.

Ainsi, étant à l'abri des décisions préjudiciables de leur actionnaire majoritaire, l'autonomie entrepreneuriale des PME/ETI est préservée. Elles ne craignent donc pas d'ouvrir leur capital aux grands groupes et peuvent plus facilement poursuivre leur développement, à l'inverse des PME/ETI hexagonales. Dès lors, l'on ne s'étonne pas que les ETI soient deux fois plus nombreuses en Allemagne qu'en France.

15 - TRANSFORMER LA DEFISCALISATION OUTRE-MER EN UN MECANISME DE CREDIT D'IMPOT RESERVE AUX EXPLOITANTS ULTRA-MARINS ET RESERVER AINSI CETTE DEPENSE FISCALE A SES BENEFICIAIRES REELS ET REBUDGETISER LA REDUCTION D'IMPOT EN FAVEUR DU LOGEMENT.

La fiscalité de l'épargne financière compte d'autres dispositifs incitatifs, parmi lesquels des dispositifs de défiscalisation particulièrement puissants et anti-redistributifs qui méritent d'être réexaminés.

C'est notamment le cas des dispositifs de réduction d'impôt en faveur des investissements outre-mer (investissements dans le logement locatif social ainsi que dans les investissements productifs) dont le coût s'élève au total à près de 900 M€ en 2012

A la suite de la récente décision du Conseil constitutionnel, il paraît indispensable d'engager une réforme vertueuse de ces dispositifs et, en particulier, de transformer la défiscalisation dans les départements d'outre-mer en privilégiant, le cas échéant, un mécanisme de crédit d'impôt réservé aux exploitants ultra-marins pour réserver cette dépense fiscale à ses bénéficiaires réels, cette solution ne pouvant toutefois être adaptée pour les entreprises des collectivités autonomes fiscalement que la France n'impose pas et pour lesquelles des solutions alternatives devront être définies.

La réduction d'impôt en faveur du logement social devrait pour sa part être en tout ou partie rebudgétisée.

CONCLUSION

Les quinze mesures visant à « *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour le financement de la croissance et l'emploi* » que nous proposons, si elles sont retenues par le gouvernement et si elles sont mises en œuvre rapidement, nous paraissent à même de répondre aux objectifs fixés dans la lettre de mission que le Premier ministre nous a adressée le 9 octobre dernier.

Mobiliser et réorienter l'épargne financière à hauteur de 100 Md€ en quatre ans est un objectif accessible qui peut être atteint sans procéder à des bouleversements majeurs de la fiscalité de l'épargne dont les conséquences sur les comportements des épargnants pourraient aller à l'encontre des objectifs recherchés et sans remettre en question le système de financement de l'économie intermédié de notre pays qui est et restera encore longtemps le vecteur principal du financement de nos entreprises.

Les problèmes à surmonter sont moins d'ordre quantitatif que de niveau qualitatif.

Pour les surmonter, la confiance est la clé de la réussite et la clé de voute de toute réforme de l'épargne financière :

- la confiance de nos compatriotes dans leur patrimoine et pour le long terme dans leur épargne ;

- la confiance des intermédiaires financiers, banques et assureurs, qui doivent bénéficier pour cela d'un cadre réglementaire qui n'entrave pas leur action vers le financement de l'économie à risque et doivent pouvoir s'appuyer sur une visibilité du cadre de leur activité ;

- la confiance des professionnels de la gestion et notamment de ceux qui relèvent du secteur du capital investissement et qui doivent pouvoir bénéficier de l'appui sans réserve des investisseurs institutionnels.

La confiance suppose des règles fiscales et sociales stables.

Les mesures prises ces derniers mois dans le sens de la justice fiscale au service du redressement des finances publiques et les mesures proposées doivent permettre d'assurer, pour la durée du quinquennat cette stabilité que les épargnants résidents comme les épargnants non-résidents dont le concours est indispensable au financement de l'économie française souhaitent pour investir dans la durée et vers le risque.

La confiance, tel est donc l'esprit qui a guidé notre réflexion et nos propositions.

Paris, le 2 avril 2013,

Karine BERGER

Dominique LEFEBVRE

Nous tenons à remercier vivement Monsieur Jean BOISSINOT (direction générale du trésor et de la politique économique), Charlotte CHEVALIER (direction de la législation fiscale) et Carine CHEVILLARD (direction du budget) pour leur assistance et leurs utiles et précieuses contributions.

Karine BERGER

Dominique LEFEBVRE

ANNEXE 1 - LETTRE DE MISSION

Le Premier Ministre

1332 / 12 SG

Paris, le 09 OCT. 2012

Le retour d'une croissance forte et durable nécessite un financement efficace de l'économie. Comme la Cour des comptes l'a montré dans son récent rapport sur l'État et le financement de l'économie, ce financement requiert en particulier une épargne longue pour financer en dette et en fonds propres les acteurs économiques.

Le Président de la République a donc demandé au Gouvernement de préparer une réforme de l'épargne financière qui permettra de mobiliser davantage les placements des Français vers les produits longs et notamment vers les placements en actions dans les petites et moyennes entreprises (PME).

Alors que l'épargne atteint un niveau élevé en France, son allocation n'est pas la plus utile à l'économie.

La forte hausse des prix de l'immobilier a absorbé une partie importante de l'épargne des Français. Pour répondre aux difficultés d'accès au logement des ménages, le Gouvernement a engagé une politique volontariste qui vise la construction de 500 000 nouveaux logements par an. Des mesures ont été ou vont être prises très rapidement pour libérer des ressources foncières, renforcer les moyens alloués à la construction, notamment pour le logement social avec le relèvement du plafond du livret A, et développer les incitations de l'ensemble des acteurs. Cette politique, qui vise à dynamiser l'offre et à peser sur les prix, contribuera également à limiter le poids de l'épargne non financière dans l'épargne totale des ménages.

En ce qui concerne l'épargne financière des ménages, elle ne contribue pas de manière suffisamment utile au financement à long terme de l'économie et notamment à l'investissement dans les PME. Si l'assurance-vie, qui a recueilli depuis une vingtaine d'années une part prépondérante des flux d'épargne y a fortement concouru, on constate néanmoins qu'elle se désengage des marchés d'actions (cotées et non cotées) depuis une dizaine d'années. La part de ces actifs dans les bilans des assureurs est aujourd'hui à peine supérieure à 10 % dont la moitié seulement dans des entreprises françaises.

*Karine Berger
Députée des Hautes-Alpes*

*Dominique Lefebvre
Député du Val d'Oise*

Au cours des derniers trimestres, la conjoncture économique et le niveau très bas des taux d'intérêt ont accentué les déséquilibres de l'allocation de l'épargne des ménages : les flux d'épargne ont été réorientés vers les actifs liquides et peu risqués et dans l'immobilier, tandis que la collecte sur les supports de long terme, indispensables au financement de l'économie, a été nulle ou négative.

Enfin, les réformes prudentielles en cours, qui visent à renforcer la stabilité financière, vont faire peser des contraintes supplémentaires sur les banques et les entreprises d'assurance au détriment du financement de long terme de l'économie. Pour les banques, la faiblesse structurelle des dépôts dans leur bilan et leur dépendance à l'égard des financements de marché sont une fragilité qui présente un risque pour le développement du crédit dans les prochaines années. Pour les entreprises d'assurances, les contraintes prudentielles pèseront tout particulièrement sur leurs placements en actions.

Les incitations fiscales existantes ne sont plus efficaces en termes d'allocation de l'épargne.

Parmi d'autres facteurs, la fiscalité des revenus du capital est un déterminant de l'allocation de l'épargne. Or, depuis une dizaine d'années, les mesures fiscales en matière de produits d'épargne et d'assurance-vie se sont accumulées, délivrant des incitations multiples, peu lisibles et parfois incohérentes.

Cette fiscalité, organisée trop exclusivement par produit ou par support d'épargne, a favorisé une optimisation fiscale et un morcellement des produits bénéficiant de traitements fiscaux particuliers. Dans un environnement où l'innovation a été forte, les acteurs financiers ont adapté les produits à une multiplicité d'usages tout en conservant le bénéfice de régimes fiscaux attachés à ces produits d'épargne.

De plus, la fiscalité par produit, peu lisible, a contribué à rendre le choix de placement des épargnants moins efficace.

Au final, alors que certains produits bénéficient aujourd'hui de régimes fiscaux favorables, ces incitations fiscales sur les revenus du capital manquent d'efficacité en termes d'impact sur l'allocation de l'épargne.

Le Gouvernement a engagé une grande réforme fiscale dans le cadre du projet de loi de finances (PLF) pour 2013, afin d'aligner la fiscalité des revenus du capital sur celle des revenus du travail.

La réforme engagée par le Gouvernement poursuit un objectif de justice fiscale. Elle repose sur l'alignement de la fiscalité des revenus du capital sur celle des revenus du travail et leur mise au barème. Les mesures présentées dans le PLF pour 2013 ne s'appliquant qu'à l'épargne détenue en dehors de toute « enveloppe fiscale » (assurance-vie, PEA...), la réflexion sur l'équité fiscale doit désormais être élargie aux produits constituant de telles enveloppes, pour éviter que leur régime fiscal ne devienne encore plus favorable et pour couvrir l'ensemble des revenus du patrimoine.

3.-

Cette réforme devra intégrer entre autres objectifs la promotion d'une épargne longue et stable, incitative à un allongement de l'horizon de placement effectif et au financement de l'économie et susceptible de répondre aux besoins des épargnants.

En particulier, la généralisation d'une fiscalité par horizon de détention à la plupart des véhicules d'épargne, dès lors qu'ils garantissent la stabilité effective des fonds qui y sont investis et des produits qu'ils génèrent, pourrait permettre une plus grande efficacité dans les choix d'allocation des ménages.

Elle devrait prendre en compte non seulement l'horizon de placement pour bénéficier d'un régime fiscal favorable, mais aussi le niveau de risque assumé. A cet égard, il devra enfin prendre en considération la volonté affichée par le Président de la République d'encourager le financement en fonds propres des PME.

Une telle réforme offrirait aux épargnants une plus grande lisibilité et une meilleure visibilité de la fiscalité applicable, et donc des rendements nets qu'ils peuvent attendre de leurs placements. Une telle refonte de la fiscalité de l'épargne pourrait ainsi favoriser le financement de l'économie et renforcer la stabilité financière.

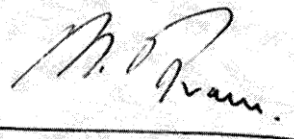
Ces objectifs d'incitation à l'épargne longue et de lisibilité pour l'épargnant doivent bien évidemment s'inscrire dans le contexte général du redressement des finances publiques dans la justice engagé par le Gouvernement et permettre de limiter les dépenses fiscales qui y contribuent, notamment pour les ménages les plus aisés.

Je vous demande de me remettre des propositions de réforme répondant à ces objectifs. Il conviendra d'accompagner ces propositions de chiffrages et d'éléments d'appréciation de la faisabilité de la réforme proposée. Vous voudrez bien me tenir régulièrement informé de l'avancement de vos travaux.

Sur l'ensemble de ces sujets, vous pourrez solliciter autant que de besoin le concours de la direction générale du Trésor, de la direction générale des finances publiques, de la direction de la législation fiscale et de l'inspection générale des finances.

Un décret vous nommera, en application des dispositions de l'article L.O. 144 du code électoral, en mission auprès de Monsieur Pierre MOSCOVICI, Ministre de l'économie et des finances, et de Monsieur Jérôme CAHUZAC, Ministre délégué auprès du ministre de l'économie et des finances, chargé du budget.

Je vous prie de croire, Madame, Monsieur, à l'assurance de mes sentiments les meilleurs.



Jean-Marc AYRAULT

ANNEXE 2 – PERSONNALITES AUDITIONNEES

Administrations - Institutions publiques

Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP)

Jean-Philippe THIERRY	Vice-Président
Fabrice PESIN	Secrétaire Général Adjoint

Autorités des Marchés Financiers (AMF)

Gérard RAMEIX	Président
Benoît DE JUVIGNY	Secrétaire Général

Banque de France

Christian NOYER	Gouverneur
-----------------	------------

Caisse des Dépôts et Consignations

Benjamin DUBERTRET	Directeur des Fonds d'Epargne
Marie-Michèle CAZENAVE	Responsable Pôle Affaires Publiques
Thierry GIAMI	Directeur

Conseil d'Analyse Economique

Agnès BENASSY-QUERE	Vice-présidente
---------------------	-----------------

Direction Générale du Trésor

Ramon FERNANDEZ	Directeur général
Hervé de VILLEROCHÉ	Chef de service

Direction de la Législation Fiscale

Véronique BIED CHARRETON	Directrice
Charlotte CHEVALIER	Sous directrice

INSEE

Jean-Luc TAVERNIER	Directeur général
--------------------	-------------------

OSEO

François DROUIN	Président
-----------------	-----------

Organismes professionnels

Association française des sociétés de placement immobilier (ASPIM)

Patrick de LATAILLADE	Président
-----------------------	-----------

Association française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC)

Louis GODRON	Président
Paul PERPERE	Délégué Général

Association française de gestion financière (AFG)

Pierre-Henri DE LA PORTE DU THEIL	Président
Pierre BOLLON	Délégué Général
Laure DELAHOUSSE	Directrice des gestions d'Actifs

Association française des marchés financiers (AMAFI)

Philippe TIBI	Président
Pierre DE LAUZUN	Délégué Général
Bertrand DE SAINT MARS	Délégué Général
Eric VACHER	Conseiller Affaires Fiscales

Association Nationale des Conseillers Financiers (ANACOFI)

David CHARLET	Président
---------------	-----------

Chambre Nationale des Conseils Experts Financiers (CNECF)

Didier KLING	Président
Stéphane FANTUZ	Vice-Président

Croissance Plus

Antoine COLBOC	Président
----------------	-----------

Fédération Bancaire Française (FBF)

Jean-Paul CHIFFLET	Président
Ariane OBOLENSKY	Directrice générale
Pierre REYNIER	Directeur fiscal
Séverine DE COMPREIGNAC	Directrice des Relations Institutionnelles

Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Epargnants pour la Retraite (FAIDER)

Jean BERTHON	Président
--------------	-----------

Fédération française des Sociétés d'Assurance (FFSA)

Bernard SPITZ	Président
---------------	-----------

Fédération française des Associations d'Actionnaires Salariés et Anciens Salariés (FAS)

Philippe LEPINAY	Président
------------------	-----------

Groupement des entreprises mutuelles d'assurance (Gema)

Jean-Luc DE BOISSIEU	Secrétaire Général
Laurent DOUBROVINE	Membre de la Commission Exécutive

Groupement Français des Bancassureurs

Jean VECCHIERINI	Délégué général
------------------	-----------------

Havas Plus

Guy LOCHEMOL
Blandine FISCHER

Paris Europlace

Arnaud DE BRESSON
Yves PERRIER
Christian SCHRIKE

Délégué Général
Président Collège d'Investisseur
Membre collège entreprises

Etablissements bancaires

Banque Postale

Philippe WAHL

Président Directoire

Fédération nationale du Crédit agricole

Dominique LEFEBVRE
Bernard CORBEAU

Président
Directeur général

Royal Bank of Scotland

Eric GUETTA

Directeur de développement

Sociétés de gestion et d'investissement

Aviva Investor

Jean-François BOULIER

Directeur Général

A Plus Finance

Niels COURT-PAYEN

Président

Amundi

Yves PERRIER
Pierre SCHERECK

Président Directeur Général
Directeur Epargne Salariale

BNP Paribas Asset Management

Christian DARGNAT

Directeur Général,)

Eurazeo

Patrick SAYER
Fabrice de GAUDEMAR

Président du directoire
Membre du directoire

ISAI Gestion

Jean-David CHAMBOREDON

Président exécutif

Nexity

Alain DININ

Président Directeur Général

Truffle Capital

Philippe POULETTY

Directeur Général

SNI

André YCHE

Président

Sociétés d'assurance

AG2R – La Mondiale

Sylvain de FORGES
Philippe DUTERTRE

Directeur Général délégué

Allianz France

Jacques RICHIER

Directeur Général

Axa France

Nicolas MOREAU
Benoît CLAVERANNE

Président Directeur Général
Directeur Général Axa Épargne

BNP Paribas Cardiff

Eric LOMBARD

Président Directeur Général

CNP Assurances

Frédéric LAVENIR

Directeur Général

Matmut

Daniel HAVIS

Président

Predica

Jérôme GRIVET

Directeur Général

Organisations patronales

Confédération générale du patronat des petites et moyennes entreprises (CGPME)

Jean- François ROUBAUD
Jean-Eudes DU MESNIL DU BUISSON
Pascal LABET

Président
Secrétaire Général
Directeur des Affaires Economiques

MEDEF

Marie-Christine COISNE-ROQUETTE
Alain DAMAIS
Marie-Pascale ANTONI
Laurence DURAND-MILLE

Présidente Commission Fiscalité des Entreprises
Directeur Général Adjoint
Directeur des Affaires Fiscales
Chargée de mission Direction Affaires Publiques

Association française des entreprises privées (AFEP)

Serge WEINBERG	Président
François SOULMAGNON	Directeur Général
Stéphanie ROBERT	Directrice
Laetitia de la ROQUE	Directrice des Affaires Fiscales

Organisations syndicales

Force Ouvrière (FO)

Pascal PAVAGEAU	Secrétaire confédéral du secteur économique
Sophie TASQUE	

CFDT

Véronique DESCACQ	Secrétaire général adjointe
Philippe LE CLEZIO	Secrétaire confédéral
Emmanuel MERMET	Secrétaire confédéral

CGT – Groupe syndical Caisse Des Dépôts

Jean-Yves GASPAROTTO	Secrétaire Syndicat Mixte
----------------------	---------------------------

Collectif Pour un pôle public financier

Loïc DAGUZAN	Membre du Collectif
--------------	---------------------

Autres associations ou organisations

Association française d'épargne et de retraite (AFER)

Gérard BEKERMAN	Président
-----------------	-----------

Prefon - Caisse Nationale de Prévoyance de la Fonction Publique

Pascal RENAUD	Président
Christian CARREGA	Directeur Général

Personnalités qualifiées

Gérard DE LA MARTINIÈRE Auteur du rapport *Assises Nationales du financement du long terme*

Pierre DUQUESNE Auteur du rapport *Réforme de l'Épargne réglementée*

Laurent TRUPIN ancien Directeur Général (2004-2007) de l'Agence Française pour les Investissements Internationaux (AFII)

ANNEXE 3 – LE PATRIMOINE FINANCIER DES MENAGES

Le patrimoine financier des ménages représente un tiers de leur patrimoine total, il est très inégalement réparti au sein des ménages et sa composition dépend fortement du niveau de revenu. Depuis la crise, les ménages ont constitué une épargne liquide et/ou peu risquée au détriment des placements en valeurs mobilières.

1. LE PATRIMOINE FINANCIER DES MENAGES REPRESENTE UN TIERS DE LEUR PATRIMOINE TOTAL

A- LE PATRIMOINE NET DES MENAGES REPRESENTE ENVIRON 10 000 Md€, IL EST CONSTITUE A 62% D'IMMOBILIER ET A 32% D'ACTIFS FINANCIERS

A fin 2011, le patrimoine brut des ménages représentait près de 11 000 Md€ (soit 8,5 années de revenu³¹ et 5,6 années de PIB, voir tableau 1 – l'encadré final de cette annexe présente quelques compléments méthodologiques utiles sur les chiffres retenus). Compte tenu d'un passif de 1 000 Md€ (soit, 0,8 année de revenu ; cet endettement est constitué à plus de 80% de crédits immobiliers), le patrimoine net des ménages français s'élève à près de 10 000 Md€ (7,6 années de revenu).

Tableau 1 : Répartition du patrimoine des ménages par actif

	2011 en Md€	2011/2001	Poids 2011
Patrimoine brut	11 230	+99%	100%
Patrimoine immobilier (dont terrains)	6 950	+143%	62%
Patrimoine financier	3 580	+55%	32%
.. dont dépôts et livrets fiscalisés	590	+83%	5%
.. dont livrets défiscalisés	380	+58%	3%
.. dont épargne contractuelle (PEL)	210	-15%	2%
.. dont valeurs mobilières	960	+22%	9%
.. dont assurance-vie	1 430	+104%	13%
Autres actifs (dont professionnels)	710	+47%	6%
Passif financier	1 120	+111%	-
Patrimoine net	10 120	+98%	-
Produit intérieur brut	2 000	+34%	-
Revenu disponible des ménages	1 320	+38%	-

Source : Insee, Comptes annuels et Banque de France, Comptes financiers ; calculs DG Trésor.

Notes : chiffres arrondis à la dizaine de Md€ près.

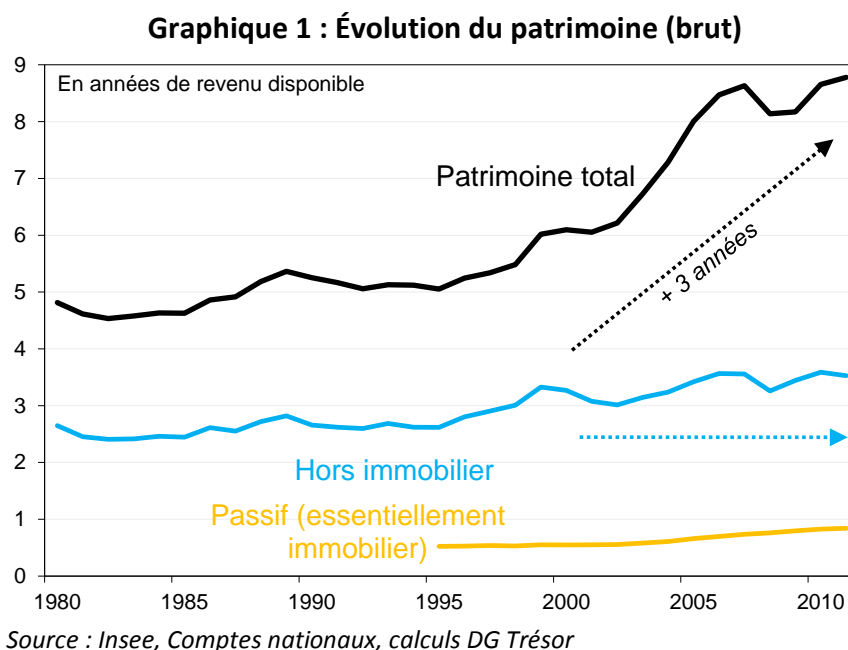
Ce patrimoine se compose à 62% d'actifs immobiliers (dont 80% de résidences principales, le solde est constitué des résidences secondaires 10% et des logements loués ou vacants 10%).

³¹ Revenu disponible brut des ménages, au sens de la Comptabilité Nationale.

Le patrimoine financier (32% du total) est composé pour 17% de livrets défiscalisés et de PEL, pour 17% de dépôts et de livrets fiscalisés, pour près de 27 % de valeurs mobilières³² et pour 40% d'assurance-vie. Environ 80% des placements financiers des ménages sont intermédiés par des agents financiers³³.

B- PRINCIPALEMENT, EN RAISON DE L'AUGMENTATION DES PRIX DE L'IMMOBILIER, LA VALEUR DU PATRIMOINE DES MENAGES A PLUS QUE DOUBLE DEPUIS DIX ANS

La valeur du patrimoine des ménages ainsi que la valeur du patrimoine rapportée au revenu des ménages a plus que doublé depuis la fin des années 90 (voir graphique 1).



L'accroissement de la valeur du patrimoine immobilier a été porté par la forte progression des prix de l'immobilier (+105% sur la période 2001-2011 selon l'indice Notaires-Insee), l'investissement dans des logements neufs a lui peu joué.

De son côté, le patrimoine financier n'a progressé qu'à un rythme légèrement supérieur au PIB sur la même période (55% contre 34%). Contrairement au patrimoine immobilier, l'augmentation observée depuis dix ans vient surtout de nouveaux flux d'épargne (alimentés pour partie par les dividendes réinvestis) ; les effets prix ne jouent de rôle que dans les fluctuations de court terme du patrimoine.

³² L'épargne salariale est essentiellement investie sous forme d'OPCVM et figure donc dans les valeurs mobilières (89 Mds€ en 2010 ; 85 Md€ en 2011 selon l'Association Française de Gestion).

³³ Source : Banque de France, calculs : DG Trésor. Les placements financiers dits intermédiés sont l'assurance-vie, l'épargne contractuelle, les dépôts et livrets bancaires, les OPCVM. Les placements directs sont les actions et autres titres détenus en propre par les ménages. Il est fait abstraction des actifs financiers qui ne sont pas des placements au sens strict (droits des ménages en assurance non-vie, créances commerciales, numéraire, etc...).

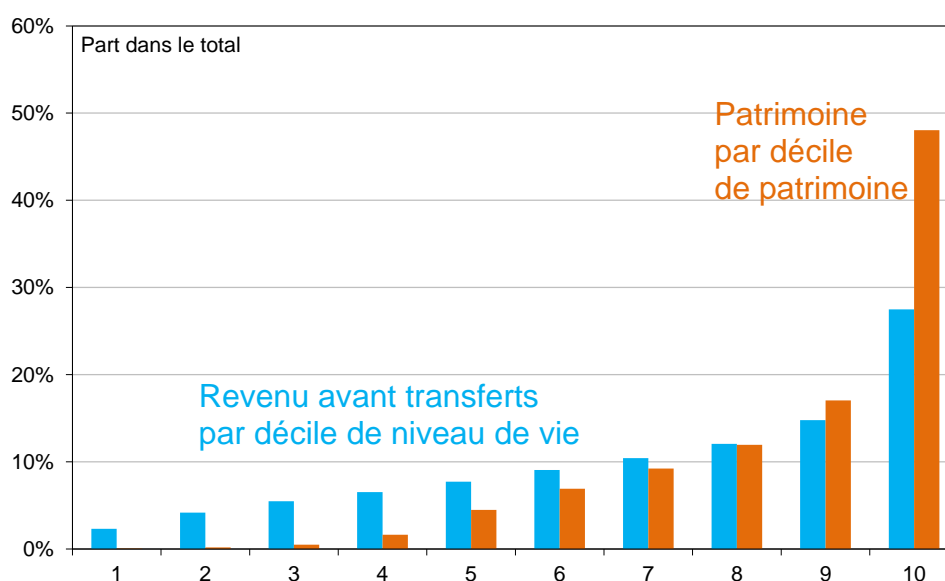
2. UN PATRIMOINE INEGALEMENT REPARTI ET DONT LA COMPOSITION EST TRES VARIABLE

A- LE PATRIMOINE EST PLUS INEGALEMENT REPARTI QUE LES REVENUS

Le patrimoine est réparti de manière très inégale dans la population. En 2010, les 50 % de ménages aux patrimoines les plus faibles détiennent 7 % du patrimoine global tandis que les 10 % de ménages les plus riches (respectivement, 5 % et 1 %) en patrimoine en détiennent 48 % (resp. 35 % et 17 %).

La répartition du patrimoine est plus inégale que celle du revenu des ménages³⁴ (voir graphique 2). En 2010, 10 % des ménages les plus riches en termes de patrimoine³⁵ concentrent près de la moitié du patrimoine total tandis que les 10 % des ménages les plus riches en termes de revenu reçoivent un peu plus d'un quart des revenus totaux.

Graphique 2 : Répartition du revenu et du patrimoine net



Source : Enquête Patrimoine 2009-2010, Modèle de micro-simulation Saphir DG Trésor

Lecture : les ménages du dernier décile de niveau de vie disponible perçoivent 27 % des revenus tandis que les 10 % des ménages possédant le plus de patrimoine détiennent 48 % du patrimoine net.

³⁴ Le revenu avant transfert correspond au revenu effectivement perçu par les ménages : activités salariée et indépendante, remplacement (chômage et retraites), patrimoine et pensions alimentaires.

³⁵ Les ménages les plus riches en termes de revenu ne sont pas les mêmes que les ménages les plus riches en termes de patrimoine.

Les inégalités de patrimoine sur l'ensemble de la population française se sont accrues entre 2004 et 2010 alors qu'elles étaient restées relativement stables entre 1992 et 2004³⁶. Deux aspects peuvent avoir contribué à cette évolution :

- la forte augmentation des prix de l'immobilier qui explique en grande partie l'augmentation en valeur du patrimoine des ménages a aussi contribué à accentuer les inégalités entre les ménages propriétaires et les autres ;
- par ailleurs, même si elles restent plus contenues que dans la plupart des autres économies comparables, les inégalités de revenus ont progressé depuis le milieu des années 2000, tirées par les très hauts salaires³⁷.

B- LES DISPARITES DE PATRIMOINE S'EXPLIQUENT ESSENTIELLEMENT PAR DES DIFFERENCES D'AGE, DES DISPARITES DE REVENU ET PAR LES TRANSFERTS INTERGENERATIONNELS

Le revenu est un déterminant important du patrimoine puisqu'il conditionne la capacité d'épargne mais il ne suffit pas à expliquer les inégalités de patrimoine : les répartitions du revenu et du patrimoine par niveau de vie ne diffèrent pas fondamentalement (voir Graphique 3), y compris chez les ménages les plus aisés.

Conformément aux intuitions de la théorie du cycle de vie, l'âge est un déterminant structurant de la dispersion du patrimoine des ménages : le patrimoine augmente jusqu'à 60 ans et décroît ensuite, illustrant un processus d'accumulation-désaccumulation visant notamment à lisser la consommation. Cependant, les motifs d'épargne de précaution (risque de longévité et de dépendance) restent forts pour les générations qui prennent leur retraite actuellement, et la désépargne pourrait être moins massive que ce que prédit la théorie.

Les transferts entre générations (successions ou donations) expliqueraient une part croissante des disparités de patrimoine depuis 20 ans³⁸. Si l'âge et les revenus sont les principaux facteurs explicatifs de la dispersion des patrimoines, le fait d'avoir reçu un transfert constitue le 3^e facteur explicatif observable de ces inégalités³⁹. Des travaux récents⁴⁰ montrent que la part de patrimoine transmis sous forme d'héritage ou de donations représenterait 15 % du revenu national, en constante augmentation depuis les années 50.

³⁶ Elles ont augmenté d'après les indicateurs de dispersion de l'enquête patrimoine de l'Insee de 2004 et celle de 2010 (voir « Les inégalités de patrimoine s'accroissent entre 2004 et 2010 » de H. Chaput, K-H. Luu Kim, L. Salembier et J. Solard dans la publication de l'Insee « Insee Première » de novembre 2011), alors qu'elles étaient restées relativement stables entre 1992 et 2004 (voir « Les inégalités de patrimoine des ménages entre 1992 et 2004 » de M. Cordier, C. Houdré, C. Rougerie dans la publication de l'Insee « Les revenus et le patrimoine des ménages, édition 2006 ». Elles ont par ailleurs pu varier sur des sous périodes plus courtes, avec par exemple une augmentation entre 1997 et 2004 (voir p 44 du rapport du Conseil des prélèvements obligatoires de mars 2009 « Le patrimoine des ménages »).

³⁷ Rapport du Conseil des prélèvements obligatoires (2009), « Le patrimoine des ménages », p. 53.

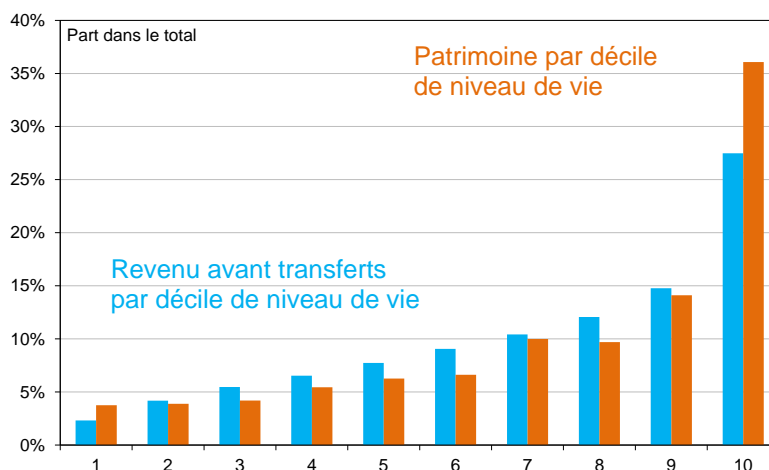
³⁸ Insee (2006) et CPO (2009) à partir des enquêtes Patrimoine 1992 et 2004.

³⁹ [ref. IP]

⁴⁰ Piketty (2011) On the Long-Run Evolution of Inheritance: France 1820-2050, *Quarterly Journal of Economics*

Enfin, les effets de valorisation d'actifs jouent également un rôle croissant sur la période récente, puisque le logement principal s'est fortement valorisé depuis quinze ans. Par ailleurs, l'écart de patrimoine dépend également de l'environnement économique : la génération actuelle des 55-65 ans a ainsi bénéficié de conditions économiques globalement plus favorables et est relativement plus riche aux mêmes âges que les autres générations.

Graphique 3 : Répartition du revenu et du patrimoine net par décile de niveau de vie

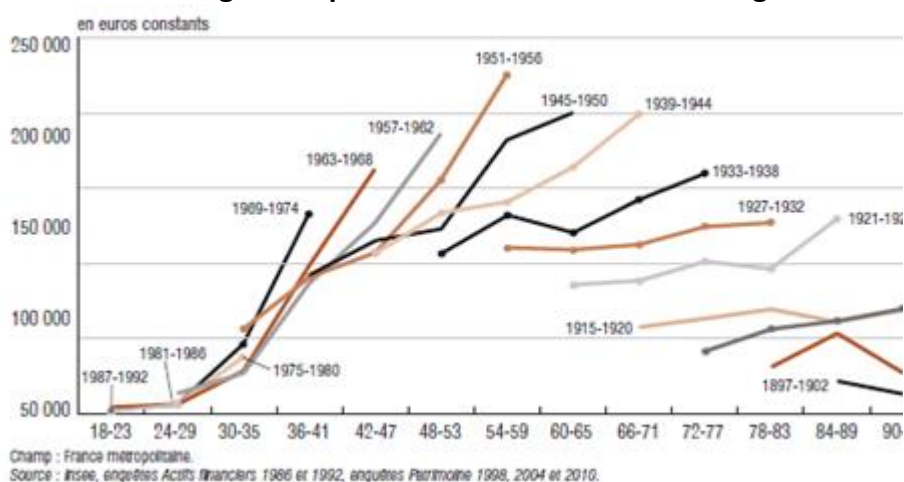


Source : Enquête Patrimoine 2009-2010, Modèle Saphir 2009-ERFS 2007 DG Trésor

Note : Les ménages sont classés par décile de niveau de vie.

Lecture : les ménages du dernier décile de niveau de vie disponible perçoivent 27 % des revenus et détiennent 36 % du patrimoine net total.

Graphique 4 : Patrimoine médian par génération suivant l'âge de la personne de référence du ménage

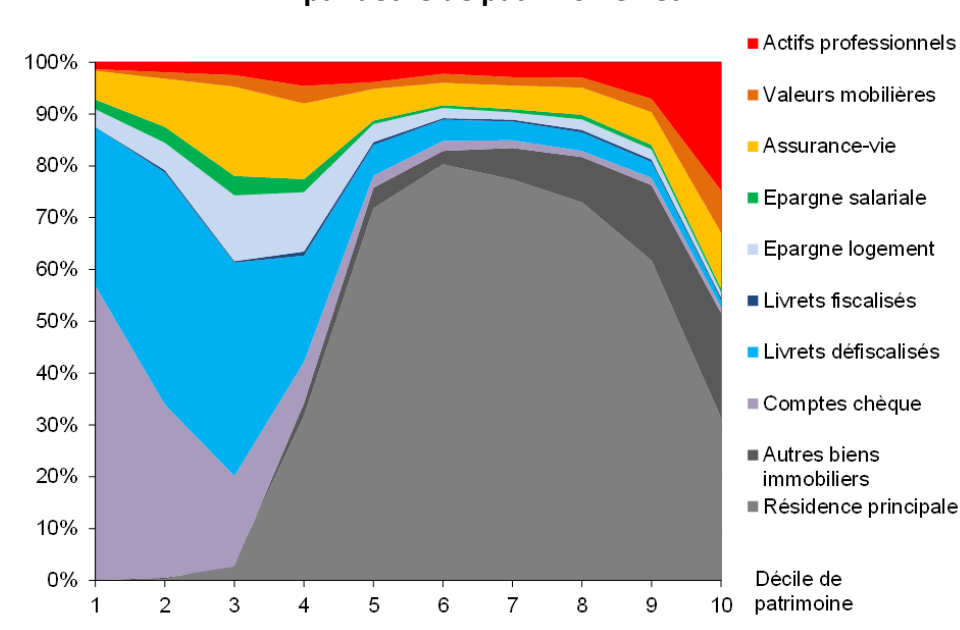


Note : on peut voir sur ce graphique l'illustration du phénomène de cohorte avec des générations qui ont un patrimoine plus élevé que les autres car elles ont bénéficié de conditions macroéconomiques plus favorables.

C- LA COMPOSITION DU PATRIMOINE DIFFERE FORTEMENT SUIVANT LE MONTANT DE PATRIMOINE DETENU

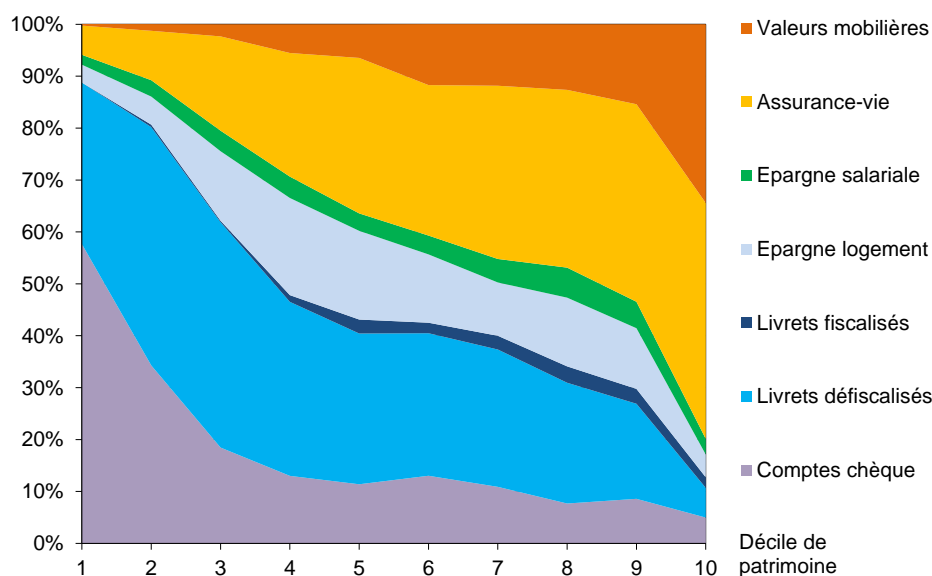
Plus les ménages détiennent du patrimoine, plus ils diversifient leurs placements (voir graphique 5 et 6). Les ménages disposant de peu de patrimoine l'investissent quasi intégralement sur des livrets défiscalisés. Puis, à mesure qu'ils dépassent les plafonds réglementaires, ils diversifient, d'abord avec de l'épargne logement, puis un peu d'assurance-vie. Les ménages achètent leur résidence principale dès qu'ils disposent d'un apport suffisant (en, en contrepartie, s'endettent de manière importante). Enfin, ils augmentent la part de l'assurance-vie et des valeurs mobilières.

Graphique 5 : Composition du patrimoine brut par décile de patrimoine net



Source : Enquête patrimoine 2009-2010 ; calculs DG Trésor.

Graphique 6 : Composition du patrimoine financier brut par décile de patrimoine net



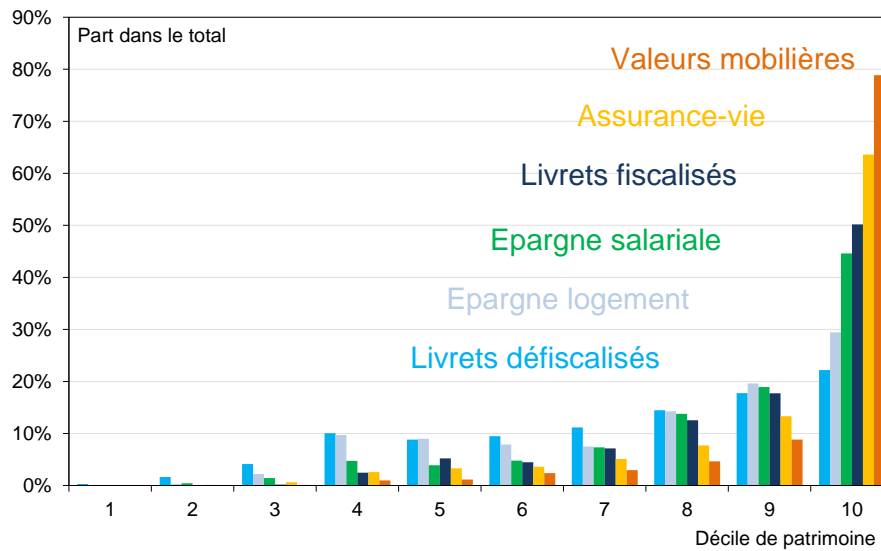
Source : Enquête patrimoine 2009-2010 ; calculs DG Trésor.

D- LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER

Parmi les actifs financiers, les livrets défiscalisés sont les plus répandus (85%), suivi de l'assurance-vie (40%) puis de l'épargne logement (31%). Par rapport à 2004, les placements patrimoniaux sont moins diversifiés : suite à la crise, les ménages ont reporté leurs placements financiers sur des supports considérés comme peu risqués (épargne retraite, assurance-vie) au dépend des placements en valeurs mobilières. Par ailleurs, la modification de la fiscalité des produits d'épargne logement (bénéfice de la prime soumis à l'utilisation du droit au prêt et fiscalisation des intérêts à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux) a entraîné le repli de ce support d'épargne.

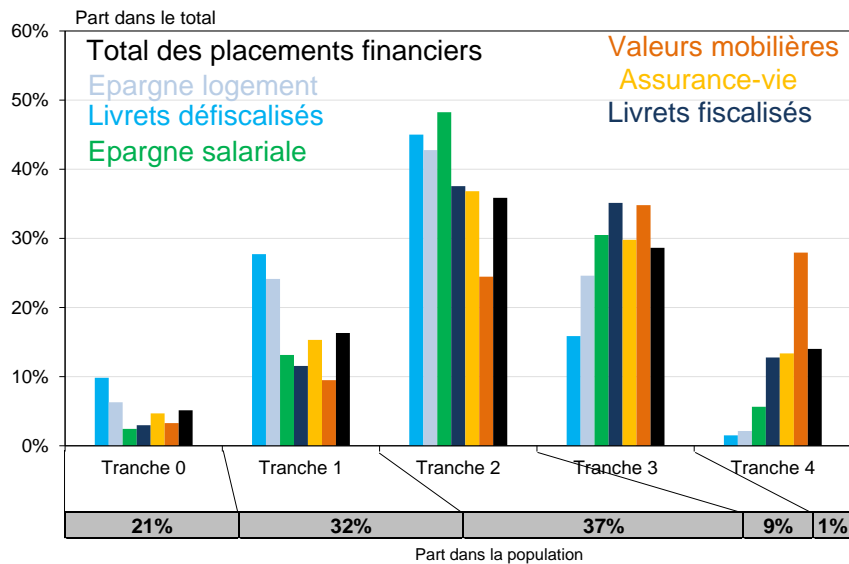
La concentration du patrimoine financier se retrouve également dans la répartition de l'épargne financière par tranche de taux marginal d'imposition (voir graphique 8). Ainsi, les foyers de la dernière tranche concentrent un peu moins de 15% des placements financier dont près de 30% des valeurs mobilières et presque 15% des encours d'assurance-vie.

Graphique 7: Répartition des supports d'épargne financière par décile de patrimoine



Source : Insee, Enquête patrimoine 2009-2010 ; calculs DG Trésor.
 Lecture : les ménages du dernier décile de patrimoine possèdent 79% des valeurs mobilières.

Graphique 8 : Répartition des supports d'épargne financière par tranche d'imposition marginale d'impôt sur le revenu



Source : Insee, Enquête patrimoine 2009-2010 ; calculs DG Trésor.
 Lecture : les ménages de la dernière tranche d'imposition à l'IR possèdent 28% des valeurs mobilières et 13% de l'assurance-vie
 Note : les tranches d'imposition ont été simulées à partir des revenus déclarés dans l'Enquête Patrimoine et de la composition du ménage.

3. MOUVEMENTS RECENTS DE REALLOCATION DE L'ÉPARGNE FINANCIÈRE DES MÉNAGES

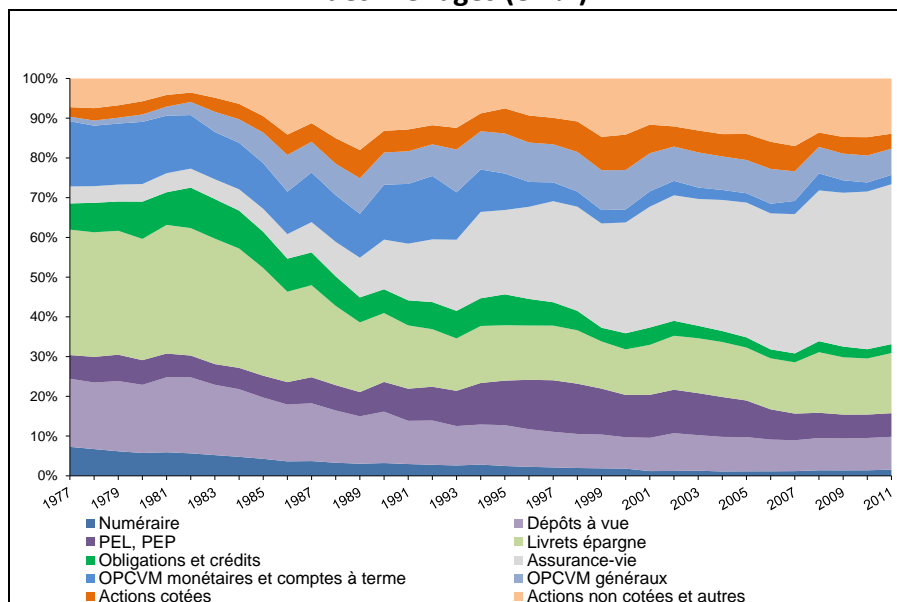
A- L'ASSURANCE-VIE A VU SON POIDS AUGMENTER DANS LE PATRIMOINE FINANCIER, AU DÉTRIMENT DES LIVRETS D'ÉPARGNE, DES DÉPÔTS À VUE ET DES PLACEMENTS MONÉTAIRES

La structure des placements des ménages s'est déformée au fil du temps (voir Graphique 9).

Le patrimoine financier s'est recomposé au profit de l'assurance-vie (+104 % entre 2001 et 2011). Cette recomposition a conduit à une très forte augmentation du poids de l'assurance-vie dans le portefeuille des ménages : de moins de 5% fin 1977, l'assurance-vie représente à fin 2011 plus de 40% du patrimoine financier des ménages. Elle s'est effectuée au détriment des livrets d'épargne (livrets réglementés et livrets fiscalisés), dont la part a été divisée par deux en 30 ans (de 32% en 1977 à 15% actuellement) ainsi que des dépôts à vue (de 17% à 8%) et des placements monétaires (OPCVM monétaires et comptes à terme, dont la part total est passée de 16% à 2% sur la période).

D'une manière générale, la proportion des flux d'épargne vers les banques s'est réduite, les ménages français confient de plus en plus leur épargne à d'autres intermédiaires financiers (assurances et gestionnaires d'actifs par le biais d'OPCVM). On a aussi assisté à un développement de la détention directe en actions cotées, qui a atteint environ 10% de l'encours à la fin des années 90 mais s'est néanmoins contractée (baisse des cours, diminution du nombre de particuliers actionnaires en partie compensée par une augmentation de la part de la gestion d'actifs).

Graphique 9 : Évolution de la composition du patrimoine financier des ménages (en %)



Source : Banque de France, comptes nationaux financiers

B - LES COMPORTEMENTS PATRIMONIAUX DES MENAGES PENDANT LA CRISE⁴¹

DANS UN ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE INCERTAIN, LES MENAGES ONT CONSTITUE UNE EPARGNE LIQUIDE ET/OU PEU RISQUEE AU DETRIMENT DES PLACEMENTS EN VALEURS MOBILIERES

La dégradation de l'environnement macroéconomique et financier à laquelle les ménages ont dû faire face depuis la crise a conduit à une modification sensible de leurs choix financiers. La hausse du chômage, ainsi que le vif regain d'incertitude quant aux revenus futurs ont fortement pesé sur les choix d'allocation des ménages, les incitant à reporter massivement leur épargne sur des actifs jugés plus sûrs et/ou plus liquides (livrets, en particulier livrets réglementés et dans un moindre mesure livrets fiscalisés pour les placements courts, et assurance-vie pour les placements longs) et à réduire leur détention de valeurs mobilières (détention en directe ou via des OPCVM) et de produits bancaires à terme (dépôts à terme, PEL, PEP). Par ailleurs, ces réallocations sont intervenues alors même que les flux se contractaient.

La fiscalité avantageuse des livrets réglementés et de l'assurance-vie ont sans doute aussi joué dans ces réallocations.

Les analyses microéconomiques⁴² suggèrent que ces évolutions ne résultent pas d'une évolution des préférences des ménages (aversion pour le risque, rapport au temps) mais plutôt d'une réaction au nouvel environnement (rendement et risque des actifs financiers, risque de chômage accru et perception de revenus futurs plus aléatoires) à préférences inchangées.

SUR LA PERIODE RECENTE, ON OBSERVE UN NET RALENTISSEMENT DES PLACEMENTS EN ASSURANCE-VIE, PRINCIPALEMENT EN FAVEUR DES PLACEMENTS BANCAIRES (EN PARTICULIER LES LIVRETS REGLEMENTES)

La préférence des ménages pour les produits d'épargne bancaires, dépôts et comptes sur livrets, peut s'expliquer par l'évolution des rendements. En effet, sur la période la plus récente, les interventions volontaristes des banques centrales ont eu, entre autres, deux conséquences :

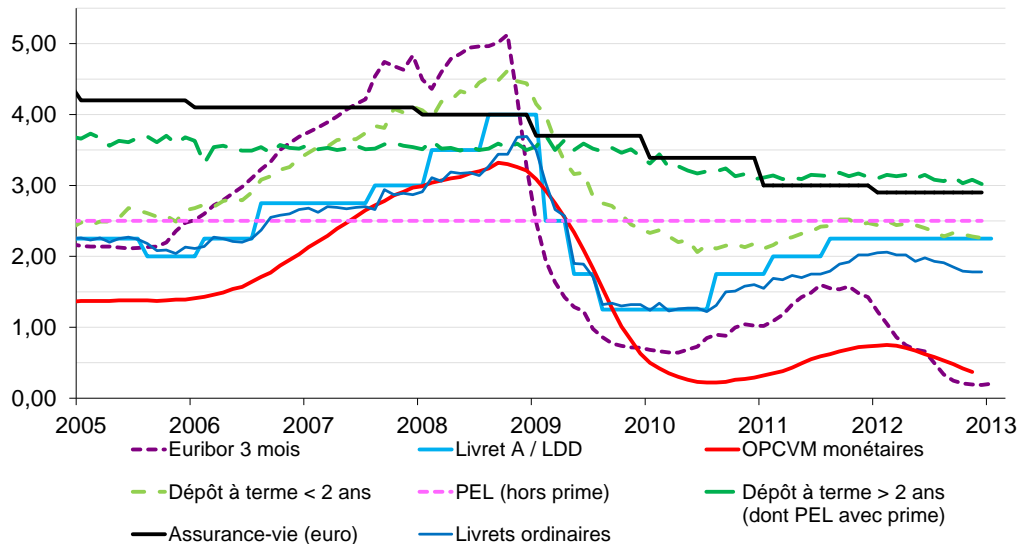
- elles ont provoqué une baisse substantielle des taux sur les placements courts dans le sillage de l'Euribor, conduisant à une désaffection accrue des ménages vis-à-vis des OPCVM monétaires ;
- elles ont aussi contribué à la baisse des taux souverains à 10 ans des pays cœurs de la zone euro ce qui – coïncidant avec un regain d'inflation – a réduit l'écart entre le rendement de l'assurance-vie et celui des livrets réglementés (livret A et livret de développement durable). Le taux du livret A a ainsi été porté de 1,75% à 2,25% avant

⁴¹ Voir l'article d'Arrondel *et al.* « Les comportements patrimoniaux des ménages pendant la crise », Bulletin de la Banque de France, n. 185, 3^e trimestre 2011.

⁴² Voir notamment Arrondel et Masson (2011) *L'épargnant dans un monde en crise*, éditions Rue d'Ulm, Presses de l'Ecole normale supérieure.

d'être ramené à 1,75% le 1^{er} février 2013 alors que le taux de revalorisation des contrats d'assurances-vie n'a cessé de diminuer (2,9% en 2010, 3% en 2011, 3,40% en 2012).

Graphique 10 : Taux créditeurs sur placements des ménages



Source : Banque de France, Datastream

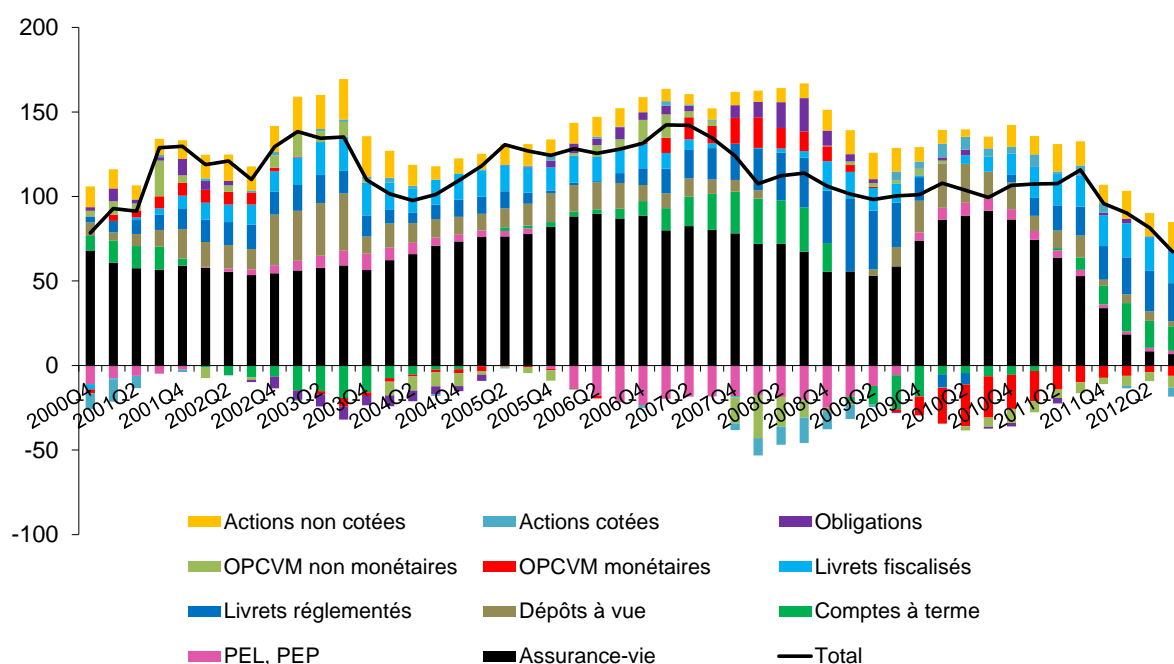
C - MOUVEMENTS RECENTS DE REALLOCATION DE L'ÉPARGNE FINANCIÈRE DES MÉNAGES

SUITE AU RELEVEMENT DES PLAFONDS DES LIVRETS D'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE, LA COLLECTE SUR CES LIVRETS A ATTEINT 48 Md€ ENTRE OCTOBRE ET JANVIER 2013

Au mois d'octobre, suite aux relèvements des plafonds des livrets A (+25%) et LDD (doublement), les flux de collecte sur ces livrets ont été particulièrement dynamiques, atteignant 21 Md€ (contre 17,6 Md€ sur l'ensemble de la période de janvier à septembre 2012), dont 7,1 Md€ sur le livret A et 13,8 Md€ sur le LDD. La collecte a continué d'être dynamique depuis puisqu'elle a atteint 48Md€ en cumulé en janvier 2013.

Il faut remonter à janvier 2009, lorsque la distribution du livret A a été généralisée à l'ensemble des banques françaises dans le cadre de la loi de modernisation de l'économie (LME), pour observer une collecte sur le livret A plus importante que celle du mois de janvier 2013. Cette hausse des flux de collecte intervient dans un contexte de contraction des flux de placements financiers (voir graphique 11).

Graphique 11 : Flux nets cumulés sur 12 mois (en Md€)



Source : Banque de France

CETTE REALLOCATION DE L'ÉPARGNE FINANCIÈRE DES MÉNAGES AU PROFIT DES LIVRETS RÉGLEMENTÉS S'EST EFFECTUÉE PRINCIPALEMENT AU DÉTRIMENT DES PLACEMENTS BANCAIRES

On a observé une décollecte de 16 Md€ entre octobre et décembre 2012 sur les livrets fiscalisés, qui présentent les caractéristiques (rendement brut, liquidité) les plus proches de celles de l'épargne règlementée. Parallèlement on a aussi observé une décollecte des dépôts à vue (-9 Md€) et, dans une moindre mesure, des dépôts à terme.

Au total, cette réallocation a significativement réduit la collecte d'épargne bilancielle bancaire réalisée depuis le début de fin 2012 et creusé, pour les banques, le besoin de ressources longues ou assimilables à des dépôts des ménages.

Encadré : la mesure de l'épargne et du patrimoine des ménages

L'épargne des ménages est un flux qui correspond à la partie non consommée de leur revenu, son accumulation permet la constitution du patrimoine. L'épargne financière est la partie de l'épargne qui ne finance pas l'acquisition d'actifs non financiers (principalement l'investissement en logement⁴³), il s'agit également de la différence entre les flux d'actifs et de passifs financiers des ménages.

Plusieurs sources sont mobilisables pour mesurer le patrimoine et l'épargne des ménages :

- Les comptes nationaux, en particulier les comptes de patrimoine et financiers
- Les enquêtes menées auprès des ménages, notamment l'enquête Patrimoine de l'Insee dont la dernière édition a été conduite en 2009-2010.

La mesure du patrimoine immobilier

Dans les comptes nationaux, les bâtiments et les terrains sur lesquels ils sont construits sont enregistrés séparément. Le patrimoine immobilier des ménages peut être appréhendé comme la somme des postes « logements » et « terrains bâtis »⁴⁴. Le patrimoine immobilier mesuré ainsi représente environ 90 % des actifs non financiers détenus par les ménages dans les comptes de patrimoine. Les 10 % restant sont classés ici dans la rubrique « Autres actifs » et comprennent notamment les actifs professionnels.

La mesure du patrimoine financier

Le patrimoine financier brut des ménages tel que mesuré dans la comptabilité nationale s'élève à environ 3 950 Md€. Il comprend une ventilation selon différents instruments : dépôts et numéraires (comprenant notamment les dépôts à vue dont les livrets fiscalisés et réglementés, les dépôts à termes), obligations, actions, OPCVM, assurances et autres comptes à payer, notamment des crédits commerciaux et décalages comptables.

En apurant des décalages comptables et en ventilant selon les supports de dépôts, on mesure un patrimoine financier de 3 600 Md€, c'est la méthodologie retenue dans cette annexe.

Il est également possible de procéder suivant la méthodologie employée dans le rapport annuel 2011 du Corefris, en reconstruisant un actif et un passif consolidé en sommant par type d'instrument, l'actif financier mesuré ainsi s'élève à 3 700 Md€.

Le patrimoine brut financier total peut alors être recalculé en sommant les patrimoines immobiliers, autres et financiers, il vaut alors 11 200 Md€ et diffère légèrement du patrimoine brut mesuré par la comptabilité nationale (11 600 Md€).

⁴³ L'investissement en logement correspond à la notion de Formation Brute de Capital Fixe en comptabilité nationale (FBCF) et recouvre principalement les dépenses de construction de logements neufs et les achats de logements aux entreprises.

⁴⁴ Une pondération (part des logements parmi les constructions) est appliquée aux terrains bâtis

Les flux de placements financiers

L'épargne financière se construit comme la différence entre les flux d'actifs financiers et les flux de passifs financiers. Parmi les flux d'actifs financiers, on peut distinguer les flux de placements financiers constitués des flux d'actifs hors avances et décalages comptables, crédits et assurance hors assurance-vie. A fin 2011, le flux annuel est de 107 Md€⁴⁵.

L'enquête Patrimoine

L'enquête est menée auprès des ménages et a pour objectif de décrire leurs actifs immobiliers, financiers et professionnels, permettant d'obtenir des éléments de distribution du patrimoine au sein de la population. Des éléments sur les caractéristiques sociodémographiques des ménages, sur leur parcours (héritages, donations, activité professionnelle) complètent le panorama. La dernière édition a été menée en 2009-2010.

⁴⁵ Ce chiffre est publié dans le tableau de bord de la Banque de France

ANNEXE 4 – EVOLUTION DE LA FISCALITE DE L'EPARGNE DANS LA LOI DE FINANCES POUR 2013

1. L'article 9 de la loi de finances pour 2013 supprime à compter de 2013 le prélèvement forfaitaire libératoire (dont le taux était fixé à 24%) pour les produits de placement à revenu fixe (c'est-à-dire pour l'essentiel les intérêts). A l'exception des contribuables percevant moins de 2 000 € d'intérêts par an qui peuvent opter lors de la souscription de leur déclaration de revenus pour une taxation proportionnelle au taux de 24%, les bénéficiaires d'intérêts non tirés de produits d'épargne spécifiques sont désormais taxés au barème progressif, les intérêts donnant lieu par ailleurs au prélèvement d'un acompte lors de leur versement aux bénéficiaires dont les revenus dépassent un certain seuil⁴⁶ ;

2. Ce même article 9 de la LFI 2013 supprime le prélèvement forfaitaire libératoire⁴⁷ (dont le taux était fixé à 21%) pour les dividendes, ainsi que l'abattement forfaitaire⁴⁸ de 1 525 € ou 3 050 €. Il préserve en revanche l'abattement proportionnel de 40% qui permet d'éliminer la double imposition des dividendes. Comme les intérêts, les dividendes sont désormais systématiquement taxés au barème et font le cas échéant l'objet d'un acompte prélevé à la source par l'établissement payeur en fonction du niveau de revenu du contribuable⁴⁹ ;

3. Enfin, ce même article réduit de 5,8 à 5,1 points la fraction déductible de CSG sur les revenus du capital taxés au barème de l'IR ;

4. Par ailleurs, l'article 10 de la loi de finances pour 2013 réforme le régime d'imposition des plus-values mobilières, qui étaient taxées depuis 1976 à taux proportionnel (de 19% jusqu'en 2011). La « barémisation » des plus-values mobilières s'accompagne de la mise en place de modalités d'imposition spécifiques pour les plus-values réalisées par les entrepreneurs qui cèdent leur entreprise après l'avoir eux-mêmes développée. Ainsi, ces plus-values restent imposées au taux forfaitaire de 19 %, sous réserve de remplir certaines conditions tenant à la durée et au pourcentage de détention des titres, ainsi qu'à l'exercice d'une activité salariée ou dirigeante dans la société dont les titres ont été cédés (régime des « entrepreneurs »).

⁴⁶ 25 000 € ou 50 000 € selon la composition du foyer fiscal.

⁴⁷ Qui avait été instauré en 2008.

⁴⁸ Qui avait été instauré par la loi de finances pour 2004 à l'occasion de la réforme du régime fiscal des distributions se traduisant par la suppression de l'avoir fiscal.

⁴⁹ 50 000 € ou 75 000 € selon la composition du foyer fiscal.

Pour les plus-values mobilières ne répondant pas à ces conditions, et donc imposables au barème de l'impôt sur le revenu, un abattement pour durée de détention⁵⁰ s'applique dès le 1er janvier 2013, en tenant compte de la durée réelle de détention avant cette date. En complément, les conditions d'application du report d'imposition en cas de réinvestissement de la plus-value dans une société ont été assouplies dès 2012 : ainsi les contribuables peuvent désormais bénéficier de ce report s'ils réinvestissent au moins 50 % de la plus-value dans une société (au lieu de 80 % auparavant).

⁵⁰ Cet abattement est de 20% lorsque les actions, parts, droits ou titres sont détenus depuis au moins deux ans et moins de quatre ans à la date de cession, de 30% pour ceux détenus depuis au moins quatre ans et moins de six ans et de 40% pour ceux détenus depuis au moins six ans.