

A S S E M B L É E      N A T I O N A L E

X I V <sup>e</sup>      L É G I S L A T U R E

# Compte rendu

## Commission des Finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire

- Communication de Mme Karine BERGER et M. Dominique LEFEBVRE sur le rapport : « Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité » remis, en leur qualité de parlementaires chargés de mission, au Premier ministre..... 2
- Présences en réunion ..... 14

Mercredi

3 avril 2013

Séance de 10 heures

Compte rendu n° 77

SESSION ORDINAIRE DE 2012-2013

**Présidence  
de M. Gilles Carrez,  
*Président***



*La Commission entend Mme Karine BERGER et M. Dominique LEFEBVRE sur le rapport : « Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité » remis, en leur qualité de parlementaires chargés de mission, au Premier ministre.*

**M. le président Gilles Carrez.** Nous entendons ce matin nos collègues Karine Berger et Dominique Lefebvre, qui ont remis hier au Premier ministre un rapport très attendu sur l'épargne financière.

L'épargne financière est très abondante en France ; elle est pour une bonne part placée sur des contrats d'assurance-vie. Le rapport aborde entre autres la question du financement des PME et des entreprises de taille intermédiaire – ETI –, et celle de la place de l'épargne réglementée dans l'épargne financière, qui préoccupent depuis longtemps notre Commission.

**Mme Karine Berger.** Nous commencerons par une présentation succincte des principales mesures que nous proposons. Notre rapport n'a en effet été rendu public qu'hier, ce qui ne vous a sans doute pas permis d'en prendre entièrement connaissance. Sachez qu'il comporte de nombreux éléments factuels, qui peuvent constituer une précieuse source d'information. Je vous renvoie plus particulièrement au tableau de la page 26, qui résume la fiscalité des différents produits d'épargne financière, et à celui de la page 13, qui présente la structure de bilan des entreprises françaises – PME et grandes entreprises – et tue un certain nombre de mythes grâce à la comparaison avec l'Allemagne et l'Italie.

Ce rapport nous a été commandé il y a six mois par le Premier ministre et les ministres de l'économie et des finances et du budget. Il nous était demandé de mener une réflexion sur la façon de mieux mettre l'épargne financière au service de l'économie française. Cela nous a conduits à auditionner un grand nombre d'acteurs durant près de 150 heures, et à approfondir les échanges avec l'ensemble des spécialistes de la filière financière. Nous avons eu à cœur de nous positionner – dans la mesure du possible – du point de vue de l'intérêt général, c'est-à-dire aussi de celui des épargnants.

Notre rapport porte le titre « Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité ». L'épargne financière des ménages représente 3 600 milliards d'euros, sur une épargne totale des ménages qui s'élève à 10 000 milliards. Une partie importante de cette épargne financière – 1 450 milliards d'euros – est placée en contrats d'assurance-vie.

Qu'avons-nous besoin de financer dans l'économie française ? Selon nous, il manquerait 100 milliards d'euros pour assurer le financement des entreprises françaises dans le prochain cycle de croissance – à savoir dans les quatre prochaines années. Ce manque concerne d'abord le financement des fonds propres de PME en croissance, à hauteur de 20 milliards d'euros, ce qui reste raisonnable au regard des dispositions actuelles. Les 80 milliards restants relèvent davantage d'une approche en termes de nationalité du capital des entreprises françaises. Dans la mesure où la part des entreprises françaises détenue par des investisseurs étrangers tend à augmenter, il nous paraît utile de mobiliser l'épargne des Français pour « reprendre la main » sur ce capital dans le prochain cycle de croissance. Compte tenu de la part très restreinte des 3 600 milliards d'euros de l'épargne financière des

ménages que représentent ces 100 milliards, il nous paraissait naturel de proposer cette réorientation *a minima*.

Les quinze mesures que nous proposons répondent à trois objectifs. Il s'agit d'abord de consolider la confiance des Français dans l'épargne populaire.

Toute réforme de l'épargne financière doit partir de l'épargnant. Il est en effet impératif de consolider la confiance des ménages dans leur épargne ; ce n'est pas un vain mot à l'heure où la crise chypriote ravive les inquiétudes de nos compatriotes sur la solidité du système financier. Pour cela, il est nécessaire – même si je sais que c'est un point de désaccord avec certains d'entre vous – de poursuivre dans le sens de ce qui a été décidé sur l'épargne réglementée, c'est-à-dire d'aller au bout du doublement du plafond du livret A et du livret de développement durable – LDD –. Il faut aussi maintenir les mesures fiscales et sociales très avantageuses qui bénéficient à l'épargne salariale et à l'épargne retraite.

J'insiste sur un point qui fait l'objet de débats au sein de notre Commission. L'épargne salariale reste à ce jour l'épargne la plus subventionnée, bénéficiant à la fois d'une subvention sur l'assiette et sur les intérêts. Toutes les autres formes d'épargne, quant à elles, sont défiscalisées non sur l'assiette, mais sur les revenus de cette assiette. L'épargne salariale est donc bien – et de très loin – l'épargne la plus subventionnée fiscalement et socialement dans notre pays. C'est la raison pour laquelle nous recommandons de maintenir le prélèvement social à 15,5 % sur l'épargne salariale.

Par ailleurs, la confiance repose sur la stabilité du système. Dès lors que le Gouvernement aura fait ses choix, il conviendra donc de prendre un engagement de stabilité pour la durée du quinquennat.

La consolidation de la confiance des Français dans leur épargne – notamment dans leur épargne populaire – est une condition *sine qua non* pour que nous soyons entendus sur la deuxième partie de nos propositions, qui vise à mobiliser l'épargne des Français pour le financement de l'investissement productif et des PME.

Au regard des 100 milliards dont j'ai parlé, le doublement du plafond du livret A et du LDD permet tout de même de mobiliser de 20 à 30 milliards d'euros pour le financement des infrastructures et du logement – ce qui répond dès à présent à nos préconisations.

**M. Dominique Lefebvre.** Le second objectif de nos propositions est de consolider la confiance des Français dans l'assurance-vie, en privilégiant les placements de long terme et en incitant à la prise de risque en faveur des entreprises.

Pourquoi en sommes-nous arrivés à nous pencher sur l'assurance-vie, sa place dans le financement de l'économie et les comportements d'épargne des ménages, et à envisager la réorientation d'une partie de ces 1 450 milliards d'euros ?

Le besoin de financement des entreprises ne résulte ni d'une insuffisance d'épargne en France ni d'une insuffisance financière. Il ne résulte pas davantage du poids de l'épargne réglementée dans l'épargne financière, qui a été divisé par deux depuis 1977, puisqu'il est passé de 30 % à 15 %. En revanche, l'assurance-vie représente désormais 40 % de l'épargne financière – contre 5 % en 1977. La raison en est simple : elle bénéficie d'un statut fiscal particulièrement avantageux, avec une forte défiscalisation des produits au-delà de huit ans – un taux de prélèvement fiscal de 7,5 %, auquel s'ajoute le prélèvement social de 15,5 % – et

d'un régime de transmission très favorable au regard du droit des successions, qui intéresse en priorité les gros patrimoines. L'existence de ce régime fiscal explique d'ailleurs que peu de produits d'épargne aient émergé aux côtés de l'assurance-vie ; elle explique aussi le relatif échec de l'épargne retraite et de l'épargne salariale, malgré un coût important – ces deux dispositifs représentent plus de 4,5 milliards d'euros de dépense fiscale, et collectent respectivement 160 et 90 milliards d'euros, quand l'assurance-vie en représente 1 450. Une autre caractéristique doit être notée : on dénombre 20 millions de contrats d'assurance-vie dans notre pays pour 17 millions de ménages. Cela va de contrats de 10 000 à 20 000 euros, 50 000 euros en moyenne jusqu'au neuvième décile des revenus, 70 000 euros pour les trois premiers centiles suivants, 200 000 euros en moyenne pour les trois ou quatre centiles suivants, et plus de 600 000 euros – jusqu'à plusieurs millions d'euros pour certains – sur le dernier centile.

L'assurance-vie développe trois types de produits. Il y a d'une part des contrats en euros, dont la liquidité n'a rien à envier à celle du livret A, puisque la garantie de capital est offerte à tout moment à l'épargnant par l'assureur – d'où le comportement de ce dernier, qui remplit ses contrats d'obligations liquides et vendables sur le marché, plutôt que d'actions présentant à terme une rentabilité plus élevée, à raison notamment des normes prudentielles qui ont été renforcées. Le deuxième type de produits, les contrats euro-diversifiés, n'a pas véritablement décollé. Ces contrats reposent sur un transfert partiel du risque sur l'épargnant, puisque le capital accumulé n'est garanti qu'au terme du contrat, et non à tout moment de celui-ci. La troisième catégorie de contrats, les contrats en unités de compte, n'a pas non plus vraiment décollé. J'ai répondu l'autre jour au président d'une grande institution d'assurance-vie française, qui observait que la fiscalité devrait être davantage corrélée au risque, que dans l'assurance-vie, le risque pour l'épargnant n'était pas le même dans un contrat en euros, un contrat euro-diversifié et un contrat en unités de compte, mais qu'ils étaient pourtant imposés de la même manière. La question posée est de savoir si cela doit perdurer.

Nous faisons pour notre part deux propositions, dans le cadre d'une enveloppe globale d'incitation à l'assurance-vie inchangée. La première consiste à mettre en place un nouveau produit, compris par les épargnants qui accepteront – sachant que la durée moyenne de placement sur un contrat d'assurance-vie est d'une dizaine d'années – d'avoir la garantie de retour de leur capital au terme du contrat, ce qui permettra mécaniquement aux assureurs d'avoir une allocation d'actifs et des contrats dont le contenu en actions – et partant la contribution au financement de l'économie – est plus important. La seconde vise à réserver l'avantage fiscal, au-delà d'un certain niveau d'encours de contrat d'assurance-vie par foyer fiscal, à des contrats dont le contenu en actions – et donc l'efficacité pour le financement de l'économie – est plus important, en créant au sein des contrats des 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. Je m'étonne donc que ceux-là mêmes qui tiennent un discours sur la prise de risque et l'épargne longue nous expliquent dans la presse de ce matin que ce serait une hérésie de distinguer les riches et les pauvres dans l'assurance-vie, et de réserver l'avantage fiscal dont bénéficient les contrats les plus élevés à ceux dont le contenu en actions – donc la contribution au financement de notre économie – est plus important.

Ces deux mesures nous semblent à même de réorienter respectivement 20 milliards et 50 milliards d'euros – soit 70 milliards au total, aujourd'hui placés en obligations d'État françaises ou étrangères – vers les actions.

Cette proposition sera rapidement soumise au débat avec les professionnels, afin de pouvoir être précisée.

**Mme Karine Berger.** Le troisième objectif de nos propositions consiste à favoriser l'investissement en fonds propres dans les PME et les ETI. S'il est possible de financer les PME par l'assurance-vie, encore faut-il que celles-ci acceptent d'être financées par du capital en fonds propres. J'attire tout particulièrement votre attention sur la recommandation que nous formulons ici, qui pourrait se traduire par une proposition de loi. Nous avons découvert à l'occasion de notre mission que les droits des actionnaires minoritaires étaient infiniment mieux protégés en Allemagne qu'ils ne le sont en France. Wella, PME allemande créée à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et rachetée par Procter & Gamble en 2004, dont les responsables ne détiennent plus que 5 % des voix, a eu gain de cause face à l'actionnaire majoritaire sur la stratégie de la PME au tribunal. La protection des droits des actionnaires minoritaires des PME et des ETI en cas de montée au capital en fonds propres de fonds d'investissement ou de grands groupes est donc maximale en Allemagne – et ce depuis soixante ans. Il est tout à fait envisageable de faire évoluer notre droit en s'inspirant de la jurisprudence allemande pour encourager nos patrons de PME à accepter l'augmentation du capital de leur entreprise. Nos auditions nous ont permis de mesurer combien les représentants des PME et des jeunes pousses étaient réticents à cette idée, lui préférant de loin la dette – qui n'est pourtant pas le meilleur outil pour stabiliser la santé financière d'une entreprise en croissance.

Nous saluons la décision du Gouvernement de ne pas modifier un certain nombre de dispositifs sur la durée du quinquennat, afin d'assurer une certaine stabilité aux investisseurs. Pour l'avenir, nous suggérons de ne plus privilégier les mécanismes de défiscalisation à l'entrée, mais plutôt des mécanismes d'incitation ou de défiscalisation à la sortie. La défiscalisation à l'entrée amène en effet une anti-sélection du risque, la rentabilité du projet se résumant à la défiscalisation et non plus à la qualité des investissements. Si nous souhaitons poursuivre dans la voie des incitations fiscales pour encourager les investisseurs à prendre de gros risques sur des PME en croissance ou des ETI, privilégions systématiquement la défiscalisation à la sortie et non à l'entrée.

**M. Christian Eckert, rapporteur général.** Je salue la qualité du travail de nos collègues, tant sur le plan de l'inventaire de l'existant, qui s'avère toujours très utile, que sur celui de l'esprit de leurs propositions.

Nous sommes néanmoins partagés entre deux lectures du rapport, qui ne sont pas nécessairement incompatibles. La première consiste à poser la question de la réallocation d'une partie de l'épargne, qui est une nécessité. Vous l'avez fort bien fait, et les pistes proposées sont très intéressantes. Mais je fais une autre lecture du rapport. Vous connaissez le fameux dogme « assiette large, taux faible ». Force est de reconnaître que l'assiette de l'assurance-vie – 1 450 milliards d'euros – est large, et que les taux sont très faibles, voire trop. Vous avez rappelé le double avantage dont bénéficie l'assurance-vie, aussi bien en termes de fiscalisation de la rémunération des produits qu'en termes de transmission. Cela mérite réflexion. Le rapport parle de fiscalité très avantageuse ; il ébauche quelques pistes – timides – pour durcir cette fiscalité. Il reviendra donc à notre Commission – et peut-être à son rapporteur général – de faire des propositions plus précises.

S'agissant de la réorientation de l'épargne financière, et notamment de l'assurance-vie, j'observe que vous avez peu abordé la question de l'immobilier. L'orientation de l'épargne financière vers le soutien à l'économie *via* le développement des fonds propres, notamment des PME, est bien sûr une excellente chose. Mais vous évoquez finalement assez

peu le soutien au logement, notamment le logement intermédiaire, qui fait actuellement l'objet de réflexions.

Que mettez-vous par ailleurs dans les contrats « Euro-Croissance » ? Les supports des produits auxquels vous proposez d'accorder un avantage fiscal plus important sont-ils français ou européens ? Ne court-on pas le risque que les assureurs orientent cette partie « obligatoire » des contrats d'assurance-vie vers des investissements en Europe, mais en dehors de la France ? C'est pour moi une vraie inquiétude.

**M. Thierry Mandon.** Je félicite à mon tour les auteurs du rapport. Je voudrais plus particulièrement insister sur l'apport de la recommandation n° 9 – qu'il faudra bien sûr articuler avec les conclusions des Assises de l'entrepreneuriat. La création d'un PEA-PME est en effet une absolue nécessité, puisque 97 % des PEA sont aujourd'hui placés en sociétés cotées sur l'Eurolist A.

J'aimerais par ailleurs savoir si votre réflexion sur la réorientation des financements longs de l'économie vers l'entreprise prend en compte une comparaison entre fiscalité des investissements immobiliers et fiscalité des investissements dans l'entreprise.

**M. François Cornut-Gentille.** Nous sommes tous d'accord sur l'intérêt de mobiliser davantage l'épargne au profit des entreprises. Dans ce contexte, comment réagissez-vous au déblocage de la participation annoncé par le Président de la République, qui me paraît quelque peu contradictoire ? J'ai appartenu à une majorité qui a fait le même choix en 2004, puis en 2008, avec un succès très relatif. Un tiers des sommes débloquées vont en effet à la consommation, plutôt d'ailleurs vers les écrans plasma que vers l'automobile française, un autre tiers au désendettement et le dernier à l'assurance-vie. Je doute donc de l'efficacité de cette opération, *a fortiori* dans un contexte de mobilisation de l'épargne au profit des entreprises.

Plus généralement, le rapport suggère-t-il des évolutions en ce qui concerne la participation, à la fois économiquement porteuse et socialement intéressante ?

**M. Dominique Lefebvre.** Je tiens à préciser que nous avons proposé au président Carrez de vous présenter notre rapport dès ce matin, car nous avons été sollicités pour le faire la semaine prochaine devant la commission des finances du Sénat. Nous sommes bien sûr à votre disposition pour une nouvelle réunion de travail lorsque vous aurez pu en faire une lecture approfondie.

Les mesures conjoncturelles de déblocage de l'épargne salariale ne sont pas l'apanage de ce gouvernement, monsieur Cornut-Gentille : elles ont été utilisées à d'autres périodes pour soutenir la consommation. Le rapport dit clairement que l'enjeu n'est pas d'augmenter le taux d'épargne dans notre pays.

Compte tenu des objectifs qui sont les nôtres sur l'immobilier, et eu égard à la masse de l'épargne financière et aux besoins de financement des entreprises à court terme, que nous estimons à 100 milliards d'euros, il ne nous paraît pas opportun de faire bouger le curseur. Deux logiques doivent être poursuivies. Il faut certes mobiliser l'épargne immobilière, plus d'ailleurs en faveur des volumes qu'en faveur des prix. On constate en effet que le PIB augmente de 40 %, l'épargne financière de 50 %, et l'épargne immobilière de 150 %, avec principalement un effet prix qui tient à la crise du logement. Mais ce n'est pas une priorité pour nous. D'autre part, l'épargne retraite ne totalise que 160 milliards d'euros d'encours, et

l'épargne salariale 90 milliards, qui sont placés pour partie en OPCVM. Il ne nous semblait pas opportun d'accroître les avantages dont jouissent ces dispositifs, qui représentent quasiment la moitié de la dépense fiscale, et sont donc très coûteux au regard de l'épargne qu'ils permettent de collecter – la dépense fiscale s'élève chaque année à 2 milliards d'euros pour 160 milliards d'encours pour l'épargne retraite, et à 2 milliards pour 90 milliards d'encours pour l'épargne salariale. À ce stade, nous renvoyons donc leur évolution à la négociation entre les partenaires sociaux, y compris en ce qui concerne la problématique du financement de la dépendance.

On pourrait concevoir que l'épargnant français, quel que soit son niveau de patrimoine, ait envie de rendement et soit prêt à prendre un risque. Toutes catégories sociales confondues, il souhaite pourtant en priorité une épargne liquide et sécurisée. Il n'y a donc pas lieu de déstabiliser le système de financement intermédié.

J'en viens à la question du rapporteur général sur la dénomination « Euro-Croissance ». Nous sommes partis de la dénomination des contrats en euros dans l'assurance-vie, avec l'idée que ce sont des contrats qui vont avoir un contenu en actions supérieur. Les assureurs-vie pourront ainsi concilier la sécurité – avec toujours une part d'obligations, que ce soient des obligations d'État ou des obligations d'entreprise – et une part d'actions, qu'ils vont pouvoir gérer sur le moyen terme, puisque la durée de placement sera garantie. En effet, la garantie de capital au bout de dix ans est encore plus intéressante qu'un avantage fiscal pour maintenir le placement pendant dix ans. Pour le reste, nous sommes face à une réglementation européenne. Les assureurs-vie ont à peu près 10 % d'actions, et seulement 6 % d'actions françaises. Nous ne savons donc pas répondre à votre question, monsieur Eckert.

Je terminerai sur l'immobilier. Nous ouvrons le compartiment, en indiquant que l'avantage fiscal pourra être réservé pour les contrats « Euro-Croissance » aux contrats ayant un compartiment qui flèche une partie du contrat sur des produits immobiliers. Encore faut-il avoir des professionnels qui sachent monter ces produits et garantir un minimum de rendement à terme. C'est ce dispositif qu'il faut mettre en place. Quoi qu'il en soit, le rapport prend bien en compte cet objectif, qui a été réaffirmé par le Président de la République.

**Mme Karine Berger.** Permettez-moi de revenir sur les questions du rapporteur général et de Thierry Mandon. L'assurance-vie constitue en effet une assiette de 1 450 milliards d'euros. J'ai insisté à plusieurs reprises sur le fait que la réallocation de 100 milliards d'euros sur cette somme semblait un objectif accessible. Pour des raisons de droit, nous avons raisonné sans effet rétroactif, c'est-à-dire sur les flux futurs ou les collectes à venir. Tout ce qui ressort d'une modification de la fiscalité proprement dite pose en effet la problématique de la rétroactivité. Le flux d'épargne financière est de l'ordre de 80 à 90 milliards d'euros chaque année, dont la moitié – soit environ 40 milliards – vont à l'assurance-vie. Pour déplacer 70 milliards d'euros en quatre ans, il faut donc que plus de la moitié des flux futurs bougent. Ce n'est pas rien.

Nous nous sommes volontairement placés dans un horizon de quatre ans, et plutôt dans un raisonnement de flux futurs – et non de modification profonde du stock. Toutes les possibilités juridiques pour faire autrement pourront évidemment être débattues.

Le risque d'une orientation de l'épargne vers des investissements en Europe et non en France est une question bien plus délicate. Sur le plan du droit, il n'existe pas d'autre solution qu'un *gentlemen's agreement* avec la profession. Nous ne pouvons en effet envisager

aucun mécanisme fiscal ou juridique permettant de privilégier une orientation française. À ce stade, nous sommes donc dans l'impasse.

Je remercie Thierry Mandon d'avoir salué la recommandation n° 9, qui doit être mise en parallèle avec la suggestion de ne plus faire de défiscalisation à l'entrée. Un PEA- PME se résumant à une défiscalisation à l'entrée serait une catastrophe pour l'industrie du capital-risque – je le dis même se cette idée n'est pas partagée par tous aux Assises de l'entrepreneuriat.

Enfin, le PEA-PME doit s'accompagner d'une protection des droits des petits actionnaires s'agissant de la décision et du contrôle de la stratégie de l'entreprise.

**Mme Annick Girardin.** Je félicite nos deux collègues. Certes, nous n'avons pas encore pu examiner leurs propositions en détail, mais le rapport reprend utilement des constats qui étaient jusqu'ici éparpillés dans diverses contributions. Nous regrettons souvent lors de la discussion du projet de loi de finances que tel ou tel sujet n'ait pas été approfondi en amont. Ce rapport nous permettra d'anticiper dans la perspective du PLF pour 2014.

Le groupe RRDP se reconnaît dans un certain nombre de recommandations, telles que la stabilité fiscale ou la nécessité de s'assurer que l'épargne ait bien pour finalité le financement de l'économie. Vous proposez d'encourager le transfert de l'épargne placée en assurance-vie sur des fonds en euros vers le financement des entreprises, notamment grâce aux contrats « Euro-Croissance » qu'il faudra s'efforcer de flécher vers la France. Pourquoi vous limiter aux contrats au-delà de 500 000 euros d'encours par ménage ? Ce seuil correspond-il à une réalité économique ?

Au-delà de cette mesure, ne peut-on inciter davantage les épargnants à investir directement dans les entreprises ? À cet égard, j'observe qu'il existe des incitations plus claires que celles que vous proposez dans d'autres pays européens.

Du point de vue macro-économique, le rapport recommande de ne pas augmenter le taux d'épargne des ménages, sans non plus inciter à une diminution de celui-ci. Faut-il y voir une volonté de mener une politique de l'offre ?

La quinzième mesure que vous préconisez concerne la défiscalisation des investissements outre-mer. Une réflexion est en cours : un rapport sur le sujet devrait être remis au ministre de l'outre-mer d'ici à juin 2013 ; MM. Patrick Ollier et Jean-Claude Fruteau, membres de la délégation aux outre-mer, y travaillent également. Nous sommes d'accord sur le fait qu'une réforme vertueuse est nécessaire.

**Mme Marie-Christine Dalloz.** Mme Berger a parlé de gérer le flux. On ne prend donc pas en compte le stock. Or en matière d'épargne, la gestion du flux a nécessairement un impact sur le stock existant, puisqu'elle entraîne des réorganisations de patrimoine. C'est une réalité que l'on constate dans toutes les études sur le sujet.

Je m'étonne par ailleurs qu'en matière d'incitation fiscale, vous prôniez une défiscalisation plutôt à la sortie qu'à l'entrée. Dans le PEA-PME, la prise de risque se fait bien à l'entrée, puisque l'épargnant risque une partie de son capital – celui-ci n'étant pas garanti. L'incitation fiscale à la sortie est donc un vœu pieux, et la réalité économique veut que l'on préfère une incitation fiscale à l'entrée.



**Mme Valérie Rabault.** J'insiste pour ma part sur l'importance de la protection des droits des petits actionnaires. Il s'agit d'un aspect capital pour les patrons de PME, comme le montre l'exemple de l'affaire Wella que vous avez cité.

**M. Olivier Carré.** Si les 100 milliards d'euros dont vous parlez correspondent comme vous l'avez dit à un besoin de financement sur le prochain cycle de croissance, ce sont des flux. Il est donc délicat de les comparer à des stocks.

Prenons l'exemple de l'an dernier : même si le solde net sur l'assurance-vie a été à peine équilibré, les flux entrants ne se sont pas élevés à 50 milliards d'euros, mais à 114,2 milliards. Les montants sont donc importants, et en flécher un quart serait déjà très significatif. Nous sommes entrés dans une phase de maturité de l'assurance-vie : en 2010, le coût fiscal de la taxation réduite a dépassé un milliard d'euros ; ce chiffre augmente mécaniquement avec la maturation du portefeuille des détenteurs.

J'en viens à une question de fond. N'ayant pas encore pris connaissance de votre rapport, j'ignore si elle y est abordée. La nouvelle organisation prudentielle des grandes institutions financières modifie-t-elle la logique d'allocation, et donc la fiscalité que nous connaissons ? Autrement dit, les dispositifs nés de la volonté du législateur de privilégier telle ou telle orientation de l'épargne sont-ils en phase avec la façon dont les grandes institutions se préparent à gérer les flux financiers, aussi bien parce qu'elles gèrent de l'épargne que parce qu'elles émettent des prêts et des créances ? Je me réjouis que l'on reconnaisse que c'est par les actions que l'on finance les entreprises, mais j'ai été particulièrement inquiet d'entendre le patron d'Axa expliquer il y a quelques années que la directive *Solvency II* – Solvabilité II – le conduisait à vendre l'ensemble de son portefeuille, ou de voir la CNP contrainte de faire des arbitrages d'actifs pour respecter les ratios prudentiels. Dans ces conditions, la tentation est grande d'en appeler à l'épargnant direct, mais cette solution ne suffira pas à pallier la position du risque actions dans un portefeuille d'actifs détenu par les très grands institutionnels. Lorsqu'on parle de fonds en euros, il s'agit des placements qui sont mis en face de la créance que doit l'établissement financier à ceux qui ont déposé de l'argent auprès de lui. Il obtient un rendement, qu'il distribue au *pro rata* de l'argent qui lui a été confié. Dans le portefeuille qui génère ces rendements, un certain nombre de compagnies n'hésitent pas à mettre des pourcentages – certes faibles – de créances de pays où le risque systémique s'est stabilisé, mais qui offrent des rendements permettant de compenser les autres parties de fonds sécurisés qu'elles détiennent et qui rapportent 0,75 % à 1 %. Bref, elles acceptent de gérer un risque obligataire, alors qu'elles n'acceptent plus de gérer des risques actions. Il y a donc un travail de fond à conduire avec elles, notamment sur les provisionnements qu'elles sont conduites à faire et sur la façon dont elles vont respecter les ratios de la directive *Solvency II* – Solvabilité II – en comptabilité française ou européenne.

Ces questions de fond ont-elles été analysées ?

**M. Régis Juanico.** En ce qui concerne l'épargne réglementée, vous préconisez un nouveau relèvement du plafond du livret A, qui a déjà été relevé de 25 % et passerait cette fois-ci de 22 950 à 30 000 euros. Avons-nous assez de recul pour évaluer les conséquences du dernier relèvement de ce plafond en termes de collecte, sachant que certains s'étaient montrés sceptiques sur cette mesure ?

Vous préconisez par ailleurs la réorientation de ces sommes vers d'autres secteurs que le logement social. Pouvez-vous nous en dire un peu plus ?

Enfin, comment articuler les mesures que vous proposez pour mobiliser l'épargne financière des ménages en faveur des entreprises avec l'action de la BPI ?

**M. Jean-François Lamour.** Je reviens sur ce que vient de dire notre collègue Juanico sur la réorientation d'une partie de l'assurance-vie unités de compte vers les investissements dans le logement intermédiaire. Par quel mécanisme entendez-vous assurer cette réorientation des fonds ainsi collectés par l'assurance-vie ? Surtout, pour quel type de logements intermédiaires ? Pensez-vous au PLS, au PLAI et au PLUS, ou recréez-vous du PLI, c'est-à-dire du vrai logement intermédiaire ? Je pense à des logements à 15 ou 16 euros le mètre carré en location, en particulier dans les zones urbaines denses, où le PLS est à 12 euros du mètre carré et le prix de marché à 21 ou 22 euros.

**M. Éric Alauzet.** Trois principes inspirent ce rapport. Le premier est la simplicité – sur lequel je ne peux que vous rejoindre : la perception de nos concitoyens dépend de la simplicité et de l'acceptabilité du dispositif.

Le deuxième principe est la cohérence de ces propositions avec l'ensemble de nos politiques et de nos priorités. J'aimerais savoir comment ces propositions s'articulent avec l'action de la BPI. J'aimerais aussi en savoir plus sur l'orientation des fonds collectés vers l'emploi et le développement durable. Il importe de rester cohérent : il ne s'agit pas de collecter pour investir à l'aveugle.

Le troisième principe est la stabilité, notamment en ce qui concerne l'épargne salariale. Évitions les manœuvres erratiques et tenons-nous en au principe d'origine de la mobilisation de l'épargne salariale, autrement dit les situations exceptionnelles et le logement. Dans ce cadre, pourquoi ne pas l'ouvrir à la rénovation – notamment thermique – du logement ?

**Mme Karine Berger.** Le chiffre de 100 milliards d'euros sur quatre ans correspond aux besoins de financement des entreprises évalués par nos différents interlocuteurs. Ce chiffre tient également compte de la restructuration des bilans des banques et des assurances rendue nécessaire par l'évolution des règles prudentielles. Les dettes des banques à l'égard des entreprises s'élèvent à 850 milliards d'euros.

Les besoins des entreprises en fonds propres ne se chiffrent pas en centaines de milliards d'euros : 100 milliards d'euros en quatre ans représentent déjà une somme importante. Sans elle, des problèmes de croissance pourraient se poser mais il n'est pas nécessaire d'aller plus loin.

Nous avons estimé à 500 000 euros le plafond de l'avantage fiscal pour les contrats en euros. Ce seuil n'a pas été fixé pour viser les 1 % de ménages les plus aisés, qui détiennent pourtant les contrats au-delà de ce montant, mais pour atteindre, au terme des quatre ans, l'objectif de réorienter 100 milliards d'épargne.

Les contrats d'assurance-vie en unités de compte ne comportent aucune obligation prudentielle. L'incitation au basculement des contrats en euros en contrats en unités de compte et en contrats « Euro-Croissance » que nous recommandons libère des ratios prudentiels puisque, dans ces contrats, le risque est porté par le client et non par l'assureur.

Les contrats en euros représentent aujourd'hui 1 200 milliards sur les 1 400 milliards d'euros collectés au travers de l'assurance-vie. Nous proposons que ce montant soit abaissé

à 1 100 milliards dans quatre ans, sans tenir compte des sommes qui pourraient être collectées grâce aux nouveaux contrats.

Une très faible part des encours de l'assurance-vie, seulement 2,5 %, est investie en actions. Contrairement à la doxa, il ne faut pas croire que les règles définies par *Solvency 2* ont contraint les assureurs à limiter leurs investissements en actions pour les fonds en euros. Sous l'empire de la réglementation prudentielle antérieure, ils choisissaient déjà des placements obligataires.

En réponse à MM. Lamour et Juanico, les ressources supplémentaires procurées par le doublement du plafond du livret A – de l'ordre de 20 à 30 milliards d'euros – doivent continuer à soutenir la construction de logement. Mais une partie de cette collecte pourrait également être employée pour le financement d'infrastructures – la société d'investissement de la Caisse des dépôts dans les infrastructures, CDC Infrastructure, nous a confirmé ses besoins en la matière – et pourrait alimenter les montages financiers en fonds propres de la Banque publique d'investissement.

Notre mission portait sur le seul sujet de l'épargne. Si nous considérons que les entreprises ont besoin de fonds propres, nous ne sommes pas entrés dans le détail des priorités en matière d'investissement pour notre pays qu'il appartient au Parlement et au Gouvernement de déterminer. Mais nous préconisons une méthode pour parvenir à une réorientation de l'épargne en faveur de certains secteurs – le logement intermédiaire, l'investissement socialement responsable ou le développement durable : réserver l'incitation fiscale aux contrats d'assurance-vie d'un montant supérieur à 500 000 euros dont un compartiment flécherait les investissements dans ces secteurs.

**M. Jean-Pierre Gorges.** Le taux d'épargne en France, qui oscille entre 14 et 17 %, reflète les craintes des Français. Il est actuellement de 16,8 %.

Comment utiliser intelligemment l'épargne des Français ? N'est-il pas plus difficile de faciliter l'épargne pour la réorienter ensuite plutôt que de l'orienter dès le début grâce à des dispositifs incitatifs ?

Nous mettons régulièrement en place des mécanismes d'incitation qui sont rapidement supprimés, dans le domaine de l'accession à la propriété et de l'amélioration de l'habitat pour les plus récents, par le biais de la TVA notamment. Ne serait-il pas souhaitable d'intervenir en amont du processus d'épargne pour orienter cette dernière plus efficacement ?

La dette de la France, qui s'élève à 1 400 milliards d'euros aujourd'hui – hors collectivités locales pour lesquelles la règle d'or s'applique – pourrait être couverte en partie par l'épargne puisque les actifs financiers représentent 4 000 milliards d'euros. Cela nous prémunit contre le danger d'une évolution des taux d'intérêt.

Le manque d'investissement et l'absence de grands travaux dans notre pays posent problème. Que pensez-vous de l'émission d'emprunts obligataires susceptibles de remettre notre pays sur la voie de l'investissement ?

**M. Marc Le Fur.** Votre réflexion porte sur les moyens d'orienter l'épargne vers les entreprises, notamment les PME. Cela nécessite de remettre en cause les arbitrages actuels qui sont très favorables au logement et notamment au logement HLM. Peut-on imaginer de contraindre les offices HLM à vendre une partie de leur patrimoine et ainsi dégager des

marges d'épargne considérables ? En revenant sur la priorité donnée au logement dans l'affectation de l'épargne, on permettrait la modernisation de l'appareil productif français. Les industries n'ont pas investi depuis des années. Elles paraissent en bonne santé car elles ne sont plus endettées mais leurs outils de production sont vieillissants. Elles courent le risque de devoir licencier dans quelques années faute des investissements nécessaires.

Le produit de la vente du patrimoine des offices HLM, qui est estimé à 225 milliards d'euros, pourrait être affecté plus intelligemment. 1 % de cette somme représenterait déjà un montant non négligeable qui pourrait profiter à l'investissement.

**M. le président Gilles Carrez.** Il me semble qu'il faut se préoccuper des projets des entreprises avant de s'intéresser à leur financement. Dans la situation économique actuelle, les investisseurs pointent l'insuffisance de projets plutôt que les difficultés de financement. L'investissement est ralenti faute de projets, de clientèle et de commandes.

**M. Dominique Lefebvre.** La question du financement du logement doit être traitée séparément. Notre rapport recommande l'introduction dans les contrats d'assurance-vie d'un compartiment fléché en direction du logement. Cela suppose que les professionnels de l'immobilier, que nous avons rencontrés, soient capables de proposer aux assureurs les produits financiers correspondants.

La vente du patrimoine des offices HLM, monsieur Le Fur, n'est pas une réponse adaptée dans toutes les situations. Face à la réduction des crédits budgétaires, les offices HLM ont parfois besoin de vendre leur patrimoine afin de financer la construction de nouveaux logements. Lorsque la demande de logements sociaux est très forte, la vente peut en outre s'avérer délicate.

Notre rapport n'entend pas se substituer au travail d'ingénierie des cabinets ministériels et des administrations que nécessite le sujet, il propose des choix politiques fondamentaux.

L'épargne financière doit être distinguée de l'épargne réglementée, qui est une autre voie et correspond à une dépense fiscale utile.

Notre proposition tendant à conditionner l'avantage fiscal pour les plus hauts patrimoines à la détention de contrats « Euro-Croissance » ou de contrats en unités de compte suscite déjà des réactions qui mettent en lumière un problème culturel. En effet, la détention d'un contrat d'un montant d'un million d'euros autorise, selon moi, à prendre des risques.

Plutôt que de privilégier le comportement individuel du Français épargnant actionnaire direct – 20 % du patrimoine financier est placé directement, dont 17 % en actions ; 14 % de celles-ci sont des actions non cotées et du patrimoine individuel –, nous souhaitons consolider l'épargne populaire et l'assurance-vie puis essayer de les réorienter.

Le choix politique est clair. L'épargne, qui représente 1 400 milliards d'euros, est aujourd'hui suffisante. Nous proposons un basculement progressif et concerté vers un financement accru des entreprises, qui est aussi l'intérêt des assureurs : en cas de remontée des taux d'intérêt, le tarissement des stocks d'obligations à taux élevé, la baisse des rendements offerts et la concurrence d'autres produits risquent de diminuer massivement les sommes collectées. Les assureurs, comme les épargnants, sont à la recherche d'un meilleur rendement.

Pour parvenir à ce basculement, nous recommandons la mise en place de deux mécanismes : le premier d'entre eux est le contrat « Euro-Croissance » qui prévoit une garantie à terme plutôt qu'une garantie à tout moment et une liquidité moindre – les épargnants, qui épargnent dix ans en moyenne, devraient y trouver intérêt ; le second prévoit un fléchage pour les contrats d'un montant supérieur à 500 000 euros – 1 % des ménages les plus aisés concentrent le quart des encours de l'assurance-vie, avec des contrats d'un montant moyen supérieur à 600 000 euros.

L'assurance-vie est un sujet à manier avec précaution. 17 millions de ménages détiennent 20 millions de contrats, d'un montant moyen de 50 000 euros. Une modification du régime fiscal ou un retour sur les avantages acquis de l'assurance-vie peuvent entraîner une perte de confiance de la part des épargnants.

La Fédération française des sociétés d'assurances nous a fait part de ses craintes de voir les hauts revenus remettre en cause leur choix en faveur de l'assurance-vie si la proposition d'un fléchage pour les contrats au-delà de 500 000 euros est retenue. Il me semble pourtant que les personnes concernées s'intéresseront spontanément à un contrat d'assurance-vie qui offre une garantie à terme et un rendement plus élevé.

L'incitation que nous proposons me paraît pleine de bon sens. La discussion doit se poursuivre avec les professionnels afin de mettre en place un dispositif clair et de dissiper les doutes.

\*

\* \*

**Membres présents ou excusés**

**Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire**

Réunion du mercredi 3 avril 2013 à 10 h 15

*Présents.* - M. Éric Alauzet, M. Guillaume Bachelay, M. Dominique Baert, M. François Baroin, M. Jean-Marie Beffara, Mme Karine Berger, M. Xavier Bertrand, M. Christophe Caresche, M. Olivier Carré, M. Gilles Carrez, M. Christophe Castaner, M. Gaby Charroux, M. Pascal Cherki, M. Alain Claeys, M. François Cornut-Gentille, M. Charles de Courson, Mme Marie-Christine Dalloz, M. Olivier Dassault, M. Christian Eckert, M. Henri Emmanuelli, M. Alain Fauré, M. Marc Francina, M. Jean-Louis Gagnaire, Mme Annick Girardin, M. Claude Goasguen, M. Jean-Pierre Gorges, M. Marc Goua, M. Laurent Grandguillaume, M. Régis Juanico, M. Jean-Christophe Lagarde, M. Jérôme Lambert, M. Jean-François Lamour, M. Jean Lassalle, M. Jean Launay, M. Dominique Lefebvre, M. Marc Le Fur, M. Jean-François Mancel, Mme Sandrine Mazetier, M. Patrick Ollier, M. Michel Pajon, Mme Valérie Pécresse, Mme Valérie Rabault, M. Alain Rodet, M. Pascal Terrasse, M. Gérard Terrier, M. Thomas Thévenoud, M. Michel Vergnier, M. Laurent Wauquiez

*Excusés.* - M. Étienne Blanc, M. Jean-Claude Fruteau, Mme Arlette Grosskost, M. Patrick Lebreton, Mme Monique Rabin, M. Thierry Robert, Mme Eva Sas, Mme Hélène Vainqueur-Christophe

