



N° 970

ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

TREIZIÈME LÉGISLATURE

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 18 juin 2008

RAPPORT D'INFORMATION

DÉPOSÉ

en application de l'article 145 du Règlement

PAR LA COMMISSION DES FINANCES, DE L'ÉCONOMIE GÉNÉRALE ET DU PLAN

sur l'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers

ET PRÉSENTÉ

PAR M. Yves CENSI,

Député.

SOMMAIRE

	Pages
RÉSUMÉ DU RAPPORT	7
INTRODUCTION	13
PREMIÈRE PARTIE : L'ÉVOLUTION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES FRANÇAIS DEPUIS DIX ANS	15
I.- L'ÉVOLUTION GLOBALE DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES	15
A.- L'ÉVOLUTION DU PATRIMOINE DES MÉNAGES	15
1.- Une croissance très soutenue du patrimoine global	15
2.- Une augmentation robuste du patrimoine financier	15
B.- UNE CROISSANCE ALIMENTÉE PAR UN TAUX D'ÉPARGNE ÉLEVÉ	20
C.- UNE NETTE RÉALLOCATION DES ACTIFS FINANCIERS AU PROFIT DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE	20
D.- L'IMPACT DE LA FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE : PREMIERS ENSEIGNEMENTS	22
1.- La fiscalité paraît impuissante à modifier le volume de l'épargne	22
2.- Une incidence réelle sur l'allocation des actifs	23
II.- L'ÉVOLUTION DES COMPOSANTES DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES	25
A.- LES DÉPÔTS BANCAIRES	26
1.- Leur niveau élevé : une caractéristique française	26
<i>a) La part importante des dépôts bancaires</i>	26
<i>b) ... est entretenue par un régime fiscal avantageux</i>	26
2.- Une tendance de long terme à la baisse	27
3.- Une nette reprise de la hausse cependant depuis 2006	27
<i>a) L'évolution des comptes et dépôts à terme</i>	27
<i>b) L'évolution des livrets d'épargne (comptes sur livret et épargne réglementée)</i>	28
<i>c) L'impact de l'existence d'un plafond</i>	30
4.- Une exception notable : le déclin du plan d'épargne logement (PEL) et du plan d'épargne populaire (PEP)	31
<i>a) La fiscalisation du plan d'épargne logement : rappel du contexte</i>	31
<i>b) Les conséquences du changement de régime fiscal</i>	32
<i>c) La fin des plans d'épargne populaire</i>	33

B.– LA DÉTENTION DIRECTE DE TITRES.....	33
1.– La détention de titres de dette : un niveau faible et orienté à la baisse	34
2.– La détention directe d'actions cotées : un niveau faible et stable	34
3.– La nécessité de favoriser la détention d'actions.....	35
a) <i>Les placements en actions contribuent au financement des entreprises</i>	35
b) <i>Pour l'épargnant, les placements en actions procurent les rendements les plus élevés</i>	36
c) <i>Un outil privilégié : le plan d'épargne en actions</i>	36
4.– Une multiplication des incitations fiscales en faveur de la détention directe d'actions.....	37
5.– Un paradoxe : la fiscalité conduit à une moindre détention d'actions.....	38
C.– L'ASSURANCE-VIE.....	39
1.– Le placement privilégié des Français	39
2.– Des encours en progression ininterrompue depuis dix ans.....	40
3.– La question de l'impact de la loi dite « TEPA »	41
4.– Le point sur les « transformations Fourgous »	43
D.– LA MONTÉE EN PUISSANCE DE LA GESTION COLLECTIVE.....	44
1.– Un recours accru à la gestion collective des actifs	44
2.– Des produits destinés à financer les investissements dans les jeunes entreprises	47
a) <i>Deux véhicules d'investissement dédiés : les FCPI et les FIP</i>	47
b) <i>L'impact économique des FCPI</i>	48
c) <i>Le développement des FIP</i>	49
d) <i>Deux outils de défiscalisation</i>	50
3.– L'épargne salariale.....	52
a) <i>Les placements de cette épargne : les OPCVM d'épargne salariale</i>	52
b) <i>L'essor des fonds communs de placements d'entreprises (FCPE)</i>	52
c) <i>L'impact des mesures favorisant les sorties anticipées d'épargne salariale</i>	53
4.– L'épargne retraite et la nécessité de développer l'épargne longue	54
a) <i>Le financement des retraites : un enjeu majeur</i>	54
b) <i>Le dynamisme du PERCO</i>	55
c) <i>Les difficultés du PERP</i>	57
d) <i>Une fiscalité complexe et mal adaptée</i>	58

DEUXIÈME PARTIE : LES AUDITIONS ET LE TRAITEMENT DU QUESTIONNAIRE ÉTUDES QUALITATIVES ET QUANTITATIVES	61
I.– DÉROULEMENT DES AUDITIONS ET STRUCTURE DU QUESTIONNAIRE	61
A.– LES AUDITIONS	61
B.– STRUCTURE DU QUESTIONNAIRE.....	61
II.– LES RÉSULTATS	62
A.– L'INSTABILITÉ FISCALE	62
B.– LA COMPLEXITÉ DE LA LÉGISLATION ET QUELQUEFOIS SON INCOHÉRENCE.....	66
1.– Des exemples d'incohérence	66
2.– Les craintes liées à l'application de la directive MIF	67
3.– Les conséquences	69
C.– LE MANQUE DE CULTURE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DES ÉPARGNANTS	70
D.– LES CRITÈRES DE SÉLECTION DES ÉPARGNANTS ET INTERMÉDIAIRES.....	73
E.– LA COMPLEXITÉ DES PRODUITS.....	79
F.– LE CHIFFRAGE DES MESURES.....	80
G.– LA CONCERTATION	80
H.– LA COHÉRENCE DES DÉCISIONS DES INTERVENANTS.....	81
I.– LES COÛTS D'INTERMÉDIATION.....	82
J.– CONCLUSION DES AUDITIONS	84
TROISIÈME PARTIE : LES GRILLES D'ANALYSE	85
I.– LE CLASSEMENT DES PRODUITS	85
II.– LES FICHES DE LECTURE PAR PRODUIT	87
A.– LES DÉNOMINATIONS ET LES PRODUITS SUBSTITUABLES	87
B.– LA FINALITÉ ET L'IMPORTANCE DU PRODUIT	88
C.– LES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES	88
D.– IMPACT DES MODIFICATIONS DES CARACTÉRISTIQUES ET SUGGESTIONS.....	88
E.– LA GRILLE D'ANALYSE	89
1.– La grille représentation	91
2.– La grille connaissance	92
3.– La grille de lecture produit.....	93
4.– Exemple d'utilisation.....	93

III.- RÉCAPITULATIF DES GRILLES DE LECTURE PAR TYPE DE PLACEMENT	94
A.- L'ÉPARGNE LIQUIDE SANS RISQUE, SANS FROTTEMENT FISCAL	94
B.- L'ÉPARGNE LIQUIDE SANS RISQUE MAIS AVEC FROTTEMENT FISCAL	95
C.- ÉPARGNE NON LIQUIDE, NON RISQUÉE AVEC FROTTEMENT FISCAL	95
D.- ÉPARGNE RISQUÉE AVEC FROTTEMENT FISCAL	95
E.- ÉPARGNE RISQUÉE SANS AVANTAGE FISCAL	96
F.- ÉPARGNE DÉDIÉE, RISQUÉE AVEC FROTTEMENT FISCAL ET NON LIQUIDE.....	96
IV.- PROPOSITION MÉTHODOLOGIQUE D'AIDE À LA PRÉDICTION D'IMPACT	97
V.- TEST DE VALIDATION	98
A.- LES GRILLES D'ANALYSE DU PRODUIT, POUR UN ÉPARGNANT UTILISANT LE PEL À TITRE DE PLACEMENT.....	99
B.- AURAIT-ON PU PRÉVOIR L'AMPLEUR DU MOUVEMENT DES CAPITAUX ?.....	100
CONCLUSION.....	103
ANNEXE 1 : LISTE DES AUDITIONS RÉALISÉES PAR VOTRE RAPPORTEUR.....	105
ANNEXE 2 : PRÉSENTATION DE LA MISSION D'INFORMATION.....	107
QUESTIONNAIRE PROPOSÉ AUX PERSONNES AUDITIONNÉES.....	107
ANNEXE 3 : EXEMPLES DE FICHES DE LECTURE : ÉPARGNE LIQUIDE SANS RISQUE	115
ANNEXE 4 : CARACTÉRISTIQUES DES PRINCIPAUX PRODUITS D'ÉPARGNE ACCESSIBLES AUX ÉPARGNANTS PARTICULIERS	119
EXAMEN EN COMMISSION	135

RÉSUMÉ DU RAPPORT

Après avoir présenté un panorama des divers produits financiers existant sur le marché, l'évolution de la réglementation sur les dix dernières années (1998-2007) et constaté l'impact de cette dernière sur le mouvement des capitaux (**partie I**), le rapport identifie les variables dominantes dans la perception du marché et des produits (**partie II**). Il traite ensuite des interdépendances entre les différentes catégories de produits financiers et de leur sensibilité aux prélèvements obligatoires et débouche sur un outil d'aide à la gestion des mesures législatives.

Le but de cette mission étant de donner au législateur les **moyens d'anticiper** l'impact des mesures envisagées et, en particulier, les éventuels mouvements de capitaux qu'elles entraîneraient, nous nous sommes orientés vers la conception d'un **outil** simple et facile à mettre en œuvre : une **grille d'analyse (partie III)**. Cet outil devrait permettre d'**asseoir les débats** portant sur les modifications législatives sur les produits financiers.

Les variables dominantes dans la perception du marché et des produits

La première étape de l'étude, réalisée à partir d'auditions et de traitement de questionnaires, a été menée en deux phases :

- une phase de rencontre et d'audition, dont la finalité était de cerner la perception des acteurs sur les produits, la législation et l'impact de cette dernière sur l'affectation de la ressource ;

- une phase complémentaire de traitement, réalisée à partir de questionnaires dont les objectifs étaient de :

- mesurer la perception par les intervenants, des caractéristiques des produits financiers ;
- faire ressortir les variables déterminantes dans le choix des différents produits ;
- recenser les problèmes soulevés par les différentes parties prenantes ;
- analyser le degré d'implication dans la création/modification d'un produit ;
- faire ressortir les perspectives d'évolution des produits et de leur marché.

Les comptes rendus des auditions et les résultats du traitement des questionnaires sont analysés de façon à « *restituer* » les représentations des auditionnés et non l'avis du rapporteur.

1.- Les résultats obtenus

Les auditionnés ont été agréablement surpris par la démarche entreprise par cette mission qu'ils jugent, par ailleurs, nécessaire et indispensable. Ils ont tous fait ressortir la nécessité d'une « **stratégie claire** » des pouvoirs publics pour financer par l'épargne, l'innovation, les retraites, les logements et même la dépendance.

Les problèmes et les variables identifiés comme ayant une influence sur le marché des produits financiers ont été les suivants :

A.- **la fiscalité et son instabilité** : elle est citée « **spontanément** » par tous, et semble apparaître comme un frein, non seulement au développement du marché des produits financiers mais également à celui de la place de Paris. Plus de 85 % des personnes consultées perçoivent une **forte instabilité fiscale**. Le complément d'information donné par les réponses aux questions ouvertes ont fait apparaître que l'instabilité est perçue **quel que soit le sens de la réforme**, avantageuse ou pénalisante pour l'épargnant.

Il ressort des remarques recueillies dans le questionnaire que :

- certains produits sont perçus comme ayant une fiscalisation adaptée à l'objectif recherché par les pouvoirs publics : c'est notamment le cas des FCPI et des FIP,

– et que, paradoxalement, la fiscalité de l'épargne ne favorise pas les produits dont la sortie se fait sous forme de rente viagère.

Par ailleurs, du fait de la fiscalité, les épargnants ayant une forte aversion au risque sont incités à surpondérer leurs liquidités défiscalisées et à se désintéresser des actions hors détention via un PEA.

Enfin, il n'y a pas une réelle perception de la fiscalité comme outil au service du législateur.

Pour la majorité des intermédiaires, le manque de stabilité fiscale et législative provoque une volatilité de l'épargnant-consommateur qui, par ailleurs, se ressent sur la gestion actif/passif du bilan des banques.

B.– La complexité de la législation et son incohérence : dans le cadre des auditions comme dans celui des questions ouvertes, le mot qui revient systématiquement est le « **manque de lisibilité** ». Lors des entretiens, les intermédiaires et les responsables de l'administration ont reconnu la nécessité d'une plus grande simplicité. Ils ont admis que l'empilage actuel des lois fiscales rendait impossible toute simplification. Enfin, l'épargne n'est abordée que sous l'angle de la fiscalité. Il manquerait une véritable « **loi structurante de l'épargne** ».

Par ailleurs, la directive MIF est perçue comme « **complexe** » par certains intermédiaires et surtout par les épargnants interrogés qui la jugent très majoritairement inefficace. On peut penser que ces résultats sont liés au peu de recul des épargnants sur la mise en application de la MIF

C.– Le manque de culture des épargnants : un autre constat faisant l'unanimité est le « **manque de culture financière** » de la population française. Le niveau de formation est jugé faible (85 % des personnes interrogées) et même lorsqu'un effort de formation est perçu, par les intermédiaires notamment, il est immédiatement annihilé par le développement de la sophistication des produits.

D.– Les critères de sélection des intervenants : on a cherché dans un premier temps à faire ressortir les critères de sélection permettant d'analyser les priorités des épargnants et des intermédiaires. La détermination de ces variables a été réalisée à partir du questionnaire. Dans une deuxième étape, nous avons testé la perception de la notion de risque.

Spontanément (questions ouvertes) et pour 78 % des interviewés, « **la sécurité** » apparaît comme la variable prioritaire d'un placement financier. Une étude des réponses ouvertes permet de définir la sécurité par la notion de « **garantie du capital** ». Viennent ensuite, chronologiquement, le rendement, la liquidité (assimilée au temps de mobilisation) et la fiscalité.

Par ailleurs, aux questions fermées consistant à faire classer par ordre d'importance huit variables couramment utilisées dans le cadre de la définition des valeurs mobilières, les résultats obtenus sont ici conformes à ceux que l'on attend dans le cadre de la gestion de portefeuille : la relation **rendement/risque** est citée majoritairement, suivie de la liquidité et de la fiscalité.

Dans l'enquête, a également été testée la diversification temporelle. À la question, « À votre avis, le risque supporté par l'actionnaire est-il plus faible lorsque l'horizon d'investissement s'allonge ? », les auditionnées ont répondu à 92 % par l'affirmative percevant ainsi cette notion de diversification temporelle.

E.– La complexité et/ou l'inadéquation de certains produits avec leur marché : pour les auditionnés, le marché des produits financiers est « **un marché d'offre et non de demande** ». De ce fait, « l'excès d'information rend l'offre sur les produits, complexe et incompréhensible pour les épargnants ». À la question : « classez par ordre d'importance, les quatre freins suivants, les produits sont trop risqués, trop complexes, trop ciblés ou inadaptés », les résultats obtenus (la complexité est classée dans 90 % des cas premier frein) mettent l'accent, sans ambiguïté, sur la complexité croissante des produits.

Par ailleurs, le désintérêt pour les produits de retraite résulterait de l'obligation faite d'une sortie en rente, difficile à anticiper sur du très long terme.

F.- La difficulté de chiffrage des mesures : selon les représentants de l'administration auditionnés, le chiffrage des mesures est difficile à réaliser et cette difficulté est essentiellement liée, pour eux, à la collecte de données. Les « hypothèses sont prises assez aléatoirement ». Selon le gouvernement, on peut appréhender les mouvements (aspects qualitatifs) mais il est très difficile d'apprécier l'ampleur de ceux-ci et les hypothèses de substitution étudiées ont un caractère « massif ». Par ailleurs, L'ampleur des mouvements dépend aussi des comportements des distributeurs et commerciaux. On a pu constater que si les mesures sont approchées en termes de coût, l'aspect positif ou négatif économique (y compris la recette fiscale) n'est pas du tout pris en compte (voir à ce sujet la présentation de la méthode d'étude d'impact employée par la Direction de la législation fiscale, encadré, au I-D ci-après).

G.- La concertation préalable aux mesures : selon la direction de la législation fiscale, l'épargnant n'est jamais consulté par l'administration car il manque de représentation structurée. Trois questions ont été posées concernant les relations avec l'administration fiscale, portant sur son formalisme et sur son caractère systématique ou occasionnel.

À la question : « la concertation en amont de la loi fiscale est-elle : peu formalisée à très formalisée », les 2/3 des réponses considèrent qu'elle n'est pas assez formalisée et pas assez systématique.

H.- La cohérence des décisions des intervenants : l'analyse des auditions et des questionnaires ont révélé, à plusieurs reprises, des incohérences sur le processus de décision des intervenants sur le marché. Concernant les retraites, les auditions et les questionnaires ont conforté les résultats de plusieurs enquêtes, en faisant ressortir que l'épargnant français pense que c'est à l'État (qui est là pour protéger) et/ou aux entreprises à prendre en charge la gestion de ces dernières. Les auditionnés perçoivent le marché de la retraite comme un marché « collectif » et non individuel.

I.- Les coûts d'intermédiation : pour les épargnants ou leurs représentants, les coûts d'intermédiation sont importants et devraient augmenter dans le temps. Pour les intermédiaires, les coûts d'intermédiation sont très faibles en France notamment par rapport aux autres pays européens. Ils font ressortir une évolution dans le temps de la répartition entre les commissions et les marges : dans le passé, la rémunération était liée à la marge tandis qu'aujourd'hui l'essentiel des coûts réside dans la commission. De nombreuses études on fait apparaître que les frais de gestion appliqués en France sont dans la moyenne mondiale.

2.- La mise en place de grilles d'analyse

L'objectif de cette partie est de déboucher sur une grille d'aide à la décision à partir de la visualisation des effets que pourrait avoir une modification de la législation sur le mouvement de capitaux. Essentiellement qualitative, bien que s'appuyant sur des données quantitatives, elle se fonde sur les variables perçues comme essentielles par les investisseurs et les intermédiaires.

- Dans une première approche, les produits ont été classés par catégorie, classement important du fait même qu'une modification de la législation peut avoir comme effet de **muter** un produit d'une catégorie vers l'autre.

- La deuxième approche de l'analyse permet, à partir d'une fiche de lecture, de faire le point sur chaque produit des différentes catégories. Chaque fiche répertorie les caractéristiques propres du produit, son volume, les produits que l'on peut lui substituer et éventuellement « les anomalies » qui y sont liées.

Cette phase permet de classer chaque produit par rapport à l'importance des variables tirées de l'analyse réalisée dans la deuxième partie ; il a été fait une nuance entre ce que l'on a appelé « la grille d'analyse représentation » et « la grille d'analyse connaissance », différence venant des variables spontanément citées par les investisseurs dans le premier cas et du classement des variables proposées dans le deuxième.

Puis pour chaque variable a été affecté un niveau d'importance (de 5, très favorable à 1 très pénalisante).

Pour la sécurité, on aura par exemple :

5	Aucun risque
4	Perte partielle sur une partie du capital
3	Perte totale sur une partie du capital
2	Risque de perte partielle
1	Risque de perte totale

Puis, on a identifié pour chaque produit, une fiche de lecture et attribué le niveau d'importance des variables.

À titre d'exemple, le livret A donne la fiche de lecture suivante :

TABLEAU 1: FICHE DE LECTURE PRODUIT

Variables « représentation »	Niveau d'importance				
	5	4	3	2	1
Sécurité (capital)	5				
Liquidité (temps)	5				
Fiscalité	5				
Rendement		4			
Variables « connaissance »					
Rendement/Risque	5				
Compréhension		4			

– Enfin, dans une troisième approche, on a affecté chaque produit à sa catégorie, en faisant ressortir, au travers d'une grille d'analyse (Tableau 2), le classement des variables de chaque produit.

Si l'on prend par exemple la catégorie des produits sans risque et sans frottement fiscal qui est caractérisée par la sécurité, la liquidité et la fiscalité qui devraient être de niveau 5, on aura :

TABLEAU 2 : GRILLE D'ANALYSE SUR LA CATÉGORIE SANS RISQUE ET SANS FROTTEMENT FISCAL

Variables « représentation »	Livret A	LDD	LEP	CEL
Sécurité (capital)	5	5	5	5
Liquidité (temps)	5	5	5	5
Fiscalité	5	5	5	5
Rendement	4	4	5	3
Variables « connaissance »				
Rendement/Risque	5	5	5	4
Compréhension du produit	4	4	3	2

À partir de cette grille, une méthodologie d'analyse en 6 étapes a été proposée permettant à tout décideur d'identifier, lors d'une modification de la législation, l'impact de la décision sur le mouvement des capitaux en masse (produits de substitutions) et en volume (maximum possible).

Il est certain que les grilles d'analyses proposées ne constituent qu'une première ébauche qui devrait être développée, généralisée et complétée par des études d'impact en amont de toute décision.

Enfin, à titre d'exemple, un test de validation de la grille d'aide à la décision sur une des grandes modifications législatives récemment appliquée au PEL, a été réalisé. Ce test a permis de démontrer que si l'on rapproche la grille du PEL (avant modification de la législation) de celles soit des produits d'épargne liquide non risquée mais avec frottement fiscal soit de l'épargne non risquée sans frottement fiscal, on s'aperçoit qu'un investisseur rationnel dont la seule finalité est le placement (et non l'achat immobilier – cas des plans de 10 ans ou plus –) devrait investir :

– soit sur l'assurance vie en euros, appartenant à la même grille avec des variables au classement identiques,

– soit, sur des produits plus liquides et mieux rémunérés, comme le livret A et le LDD (si cela n'avait pas été déjà fait).

On peut donc penser que si le PEL se recentre sur son objectif, le financement de l'immobilier, tous les épargnants placés sur ce produit à des fins de placement devraient rapidement s'en désintéresser. Pour information, si l'on considère que 82 % des PEL ouverts en 2003, n'aboutissaient pas à une opération de prêt, on peut considérer que la totalité des PEL de plus de 12 ans auraient dû être soldés, ainsi qu'une bonne partie des autres. Potentiellement, ce pourcentage représente 182 milliards en arbitrage de placement.

Ce type de chiffrage doit être réalisé afin de cerner le « maximum de mouvement possible ».

INTRODUCTION

À la suite de mesures souvent décidées en flux très tendus, votre commission des Finances a demandé à votre Rapporteur d'identifier et d'essayer de mesurer l'interdépendance des produits et services financiers les uns entre les autres afin de mieux cerner l'impact des mesures législatives et réglementaires actuelles et projetées.

Les questions sous-jacentes à cette étude s'articulent autour de trois axes :

– dans le passé récent, les objectifs des décisions politiques concernant les produits financiers ont-ils été atteints ?

– peut-on, à partir d'une grille d'analyse, tenter de cerner ou d'anticiper les impacts et les interactions des différentes mesures ?

– enfin, à partir d'objectifs communs, clairement définis et précis, ne doit-on pas susciter des études d'impact préalables systématiques et ainsi travailler sur une réalité partagée ?

Dans le cadre ainsi délimité, nos travaux, qui se sont déroulés de janvier à avril 2008, ont été menés à partir de trois approches complémentaires :

– une analyse dans le temps des mouvements des capitaux et des différentes études menées à la suite d'importantes modifications législatives ou fiscales ;

– une série d'**auditions** (*cf.* annexe I) dont la finalité était de cerner la perception des acteurs (les épargnants, les intermédiaires financiers et les représentants de l'administration) sur les produits, la législation et l'impact de cette dernière sur l'affectation de la ressource. Cette première approche est complétée par la réalisation et l'étude d'un questionnaire (*cf.* annexe IV) propre à chaque famille interrogée : l'épargnant, l'intermédiaire et les représentants de l'administration, puis étendu à un échantillon élargi ;

– la création d'une grille d'analyse identifiant les caractéristiques des produits, à l'intérieur de catégories, a priori substituables. À partir de cette grille, une méthode d'analyse a été proposée, permettant de visualiser les mouvements possibles de capitaux aussi bien en termes de produits que de montants.

Il ne s'agit pas ici de réaliser une modélisation, difficile à mettre en place, de la décision législative ou fiscale (et de ses impacts sur le mouvement de capitaux) mais plutôt de construire un outil d'aide à la décision, la grille d'analyse, permettant la réflexion et suscitant la nécessité d'études d'impact.

L'objectif de votre Rapporteur est de démontrer que l'on peut appréhender les tendances des mouvements que ce soit au niveau de l'affectation des produits ou dans les grandes masses.

Les grilles d'analyses proposées ne constituent qu'une première ébauche qui devrait être développée, généralisée et complétée par des études d'impact en amont de toute décision.

Les résultats de ces travaux sont consignés dans le présent rapport qui comporte trois parties :

- un état des lieux de l'état du patrimoine financier des ménages français ainsi qu'une étude historique (non exhaustive) des principales réformes ayant eu lieu sur les dix dernières années et les mouvements de capitaux qui en ont découlé ;

- une synthèse des principaux problèmes soulevés par les groupes auditionnés, complétée par une étude quantitative et qualitative réalisée à partir de questionnaires ;

- une dernière partie est consacrée à la mise en place d'une grille d'analyse et d'une méthodologie d'aide à la prédiction d'impact.

PREMIÈRE PARTIE : L'ÉVOLUTION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES FRANÇAIS DEPUIS DIX ANS

On abordera dans cette partie consacrée à l'étude du patrimoine financier des ménages, deux aspects importants :

- l'évolution globale du patrimoine financier des ménages,
- l'évolution des composantes de ce patrimoine.

Cette dernière approche devrait permettre de mieux comprendre l'impact de l'évolution de la réglementation sur le mouvement des capitaux.

I.- L'ÉVOLUTION GLOBALE DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES

A.- L'ÉVOLUTION DU PATRIMOINE DES MÉNAGES

1.- Une croissance très soutenue du patrimoine global

Au cours de la période 2000-2008, le patrimoine global des ménages a connu une croissance annuelle moyenne de 10 %, alors que celle du produit intérieur brut se limitait à 3,7 % en valeur. C'est la hausse des prix de l'immobilier engagée en 1998 qui est le principal facteur de cet accroissement et qui explique les trois phases constatées au cours de la période.

Comme le montre le tableau 1 en page suivante, la croissance est la plus forte entre 2003 et 2006, avec des taux annuels à deux chiffres, tandis que l'année 2007 marque un net ralentissement, qui devrait se confirmer cette année.

Même si le patrimoine financier devrait conserver une tendance favorable, le recul de la composante non financière, pour la première fois de la décennie, pèserait fortement sur l'évolution en 2008.

2.- Une augmentation robuste du patrimoine financier

La richesse des ménages est composée de différents actifs regroupés en deux catégories principales : les actifs non financiers et les actifs financiers.

La richesse immobilière des ménages, regroupant les logements et les terrains, représente l'essentiel de leurs actifs non financiers.

Les actifs financiers, quant à eux, revêtent la forme de moyens de paiement ou de créances financières. Les moyens de paiement des ménages sont principalement constitués de la monnaie détenue et des dépôts bancaires. Parmi les

créances financières, on distingue usuellement les actions, les autres titres et les produits d'assurance-vie.

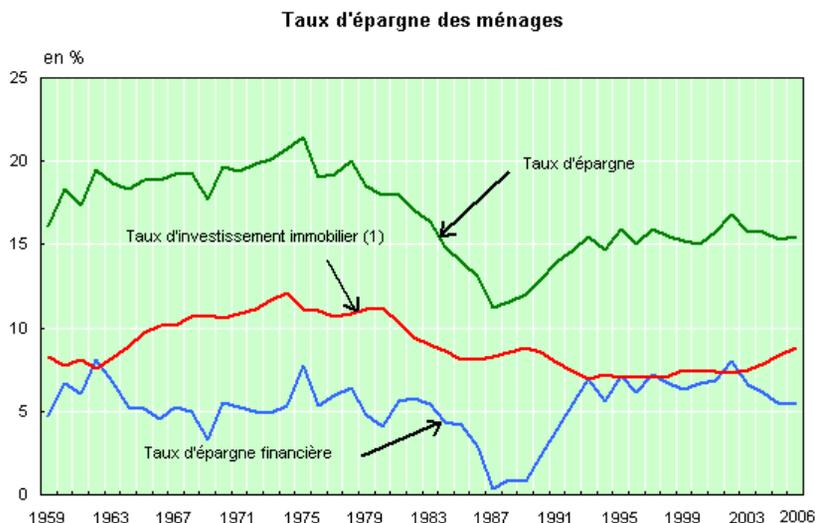
TABLEAU 1 : ÉVOLUTION DU PATRIMOINE TOTAL DES MÉNAGES ENTRE 2000 ET 2008

	PATRIMOINE TOTAL DES MÉNAGES				Patrimoine total	Croissance annuelle (en %)
	Patrimoine non financier		Patrimoine financier (y compris actions non cotées et autres participations)			
	en milliards d'euros	en %	en milliards d'euros	en %		
2000	3 074,3	56,3	2 388	43,7	5 462,3	7,2
2001	3 391,8	59	2 360,5	41	5 752,2	5,3
2002	3 788,4	61,4	2 380,3	38,6	6 168,7	7,2
2003	4 318,3	62,8	2 553,7	37,2	6 872	11,4
2004	5 084,5	64,8	2 757,5	35,2	7 842	14,1
2005	5 898,5	65,9	3 045,5	34,1	8 944	14,1
2006	6 547,9	66,6	3 290,2	33,4	9 838,1	10,0
2007	6 726,3	66,2	3 441,6	33,8	10 167,9	3,4
2008	6 641,6	64,6	3 636,3	35,4	10 277,9	1,1

Sources : Banque de France, INSEE – Prévisions BIPE.

La figure 1 montre l'évolution du taux d'épargne, en distinguant le taux d'investissement immobilier et le taux d'épargne financière, stable aux alentours de **5 % depuis 2005**.

FIGURE 1 : ÉVOLUTION À LONG TERME DU TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES



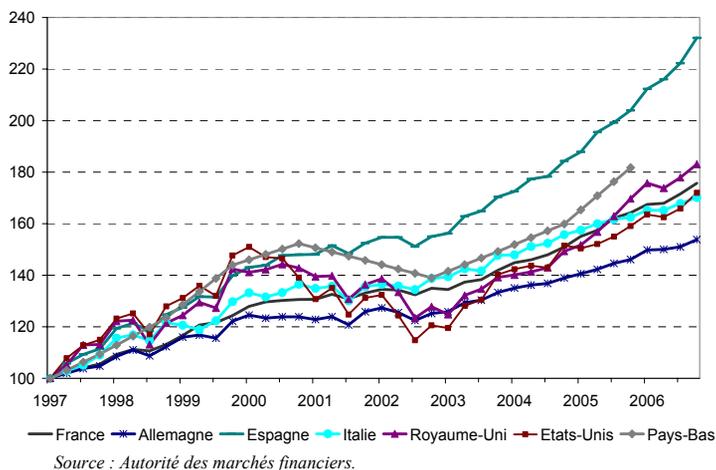
(1) : rapport de la formation brute de capital fixe des ménages (hors entrepreneurs individuels) au revenu disponible brut.

Source : Insee, Comptes nationaux Base 2000.

L'évolution du niveau de détention de patrimoine financier qui en résulte place la France près de la médiane des autres pays européens (figure 2). Ainsi, entre décembre 1997 et décembre 2006, le plus faible taux de progression du stock d'actifs financiers s'établit à +43 % en Allemagne, tandis que le plus élevé est observé en Espagne.

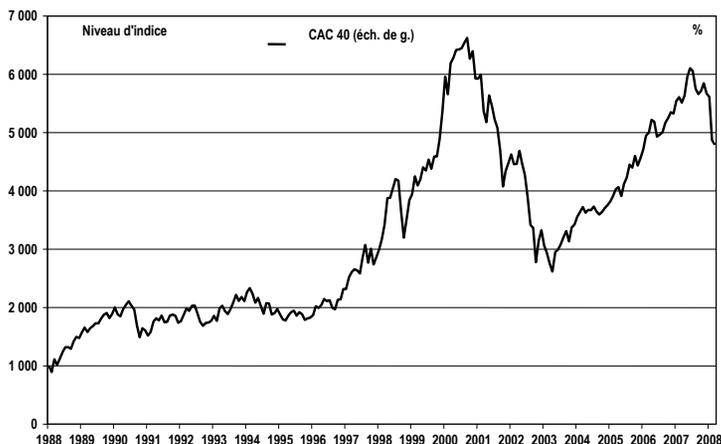
FIGURE 2 : ÉVOLUTION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES : COMPARAISON INTERNATIONALE

(mars 1997 = base 100)



L'augmentation du patrimoine financier des ménages trouve son explication essentiellement dans deux facteurs : la valorisation des actifs financiers liée à la forte montée des cours des marchés boursiers (Figure 3) sur la période considérée (jusqu'en 2007), en dépit de leur chute entre 2000 et 2003, et le maintien d'un effort d'épargne important des ménages.

FIGURE 3 : ÉVOLUTION DE L'INDICE DU CAC 40 ENTRE 1988 ET 2008



Source : Autorité des marchés financiers.

TABLEAU 2 : INDICE DU CAC 40 ENTRE 1998 ET 2008

(indice de clôture en décembre de chaque année)

1988	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	avril 2008
1 000	3 943	5 926	4 625	3 064	3 558	3 821	4 715	5 542	5 614	4 910

Source : Autorité des marchés financiers.

L'analyse des données met clairement en évidence la forte progression de l'indice boursier entre 1988 et 2008 (multiplication par 4,7), avec un pic en 2000 (multiplication par 6), un effondrement en 2001–2002 (éclatement de la « bulle Internet »), une reprise nette entre 2003 et 2007, jusqu'à un net fléchissement à compter de l'été 2007, lié à la crise des *subprimes* (cf. encadré ci-après).

LA CRISE DES *SUBPRIMES*

La **crise des *subprimes*** est une crise financière et boursière mondiale, déclenchée en 2006 par un krach des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis, révélée au monde en février 2007, puis évoluant en crise financière mondiale à partir de l'été 2007.

Les *subprimes* sont des crédits à risque comprenant les prêts hypothécaires, les cartes de crédit, les locations de voitures, accordés aux États-Unis à une clientèle peu solvable, sur la base d'une majoration du taux d'intérêt (« prime » appliquée à un emprunteur dont la solvabilité est « en dessous » d'un certain seuil) censée compenser les risques pris par le prêteur. Les remboursements d'emprunt immobiliers étaient limités au paiement des intérêts (déductibles aux États-Unis), celui du capital étant souvent différé pour s'imputer sur le prix de revente du logement deux ou trois ans après, avec une plus-value tant que les prix de l'immobilier montaient, ce qui était le cas avant 2006. Ces prêts étaient majoritairement accordés à des conditions de taux d'intérêt variables. Le double mouvement de baisse des prix de l'immobilier aux États-Unis (dégonflement de la bulle immobilière) à partir de 2006 et de remontée des taux d'intérêt a conduit au défaut de paiement de nombreux emprunteurs, et donc à la mise en situation de faillite des établissements spécialisés aux États-Unis. La tendance a été aggravée lorsque les prix des habitations sont tombés sous la valeur de garantie.

La crise des crédits *subprimes* américains a conduit à une défiance au niveau mondial envers les créances titrisées qui comprennent une part plus ou moins grande de crédits *subprime*, puis envers les fonds d'investissement, les OPCVM (dont les SICAV monétaires) et le système bancaire susceptibles de détenir ces dérivés de crédit. Il s'en est suivi un mouvement de réévaluation du risque et d'aversion au risque.

De façon plus indirecte, la crise a provoqué à partir du 18 juillet 2007 une crise de confiance générale dans le système financier, une chute des marchés financiers et **une crise de liquidité bancaire**. De crainte que la crise ne touche la sphère de l'économie réelle, les banques centrales ont été amenées à injecter des liquidités dans le marché interbancaire et à assouplir leur politique monétaire.

B.- UNE CROISSANCE ALIMENTÉE PAR UN TAUX D'ÉPARGNE ÉLEVÉ

Le niveau de l'épargne en France présente une double caractéristique :

- il se situe à un niveau élevé, aux alentours de 15,5 % ;
- il est remarquablement stable depuis plus de dix ans.

Comparée avec les autres pays européens, la France se situe en tête, juste derrière l'Allemagne (tableau 3).

TABLEAU 3 : ÉVOLUTION DU TAUX D'ÉPARGNE BRUTE

(en % du revenu disponible)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Allemagne	16,0	16,1	15,3	15,1	15,2	15,7	16,0	16,2	16,3	16,1	16,5
France	15,8	15,3	15,1	14,9	15,6	16,7	15,6	15,6	15,0	15,3	16,0
Italie	20,3	17,3	15,8	14,2	16,0	16,8	16,0	16,1	15,9	14,9	-
Belgique	17,9	17,1	17,2	15,4	16,4	15,8	14,54	13,2	13,2	-	-
Autriche	11,8	12,7	13,1	12,8	12,0	12,1	13,2	13,3	13,7	14,1	-
Espagne	13,4	12,2	11,5	11,1	11,1	11,4	11,9	11,4	10,6	10,3	9,8
Finlande	9,2	7,9	9,2	7,4	7,6	7,7	8,3	9,2	7,7	5,5	-
Royaume-Uni	9,4	6,4	5,3	5,1	6,4	5,0	4,9	3,7	5,6	5,0	4,0

Source : Observatoire de l'épargne européenne.

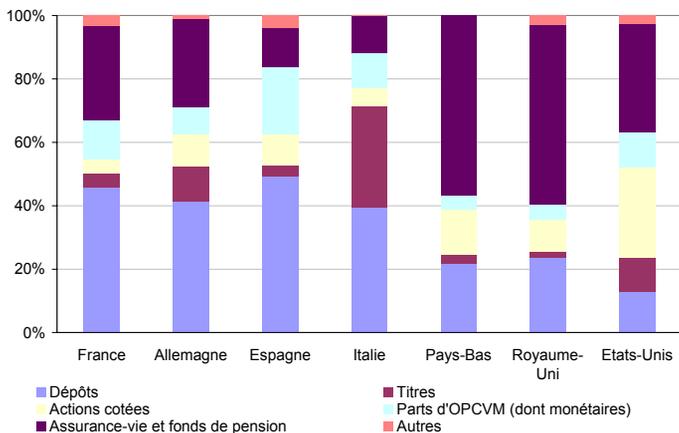
Les prévisions pour 2008 et 2009 situent le taux d'épargne à des niveaux encore plus élevés : **15,9 % en 2008 et 16,1 % pour 2009**. L'explication tient à la fois aux diverses mesures de soutien du revenu et aux incertitudes persistantes tant économiques et que financières. Ensuite, les évolutions démographiques et le maintien d'un marché immobilier assez résistant (même s'il est en phase de correction) devraient conduire à des flux importants de ventes de logements anciens par les ménages « seniors ». Or, ces ventes ne conduisent pas en général à un rachat de logement mais **profitent plutôt aux placements financiers**.

C.- UNE NETTE RÉALLOCATION DES ACTIFS FINANCIERS AU PROFIT DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE

Une analyse par composante et en pourcentage de leur patrimoine financier montre que les ménages français en ont profondément modifié la structure, **en orientant davantage leurs placements vers les supports d'épargne collective, au détriment des placements bancaires et des achats directs de valeurs mobilières**. La figure 4 et le tableau suivant illustrent cette situation.

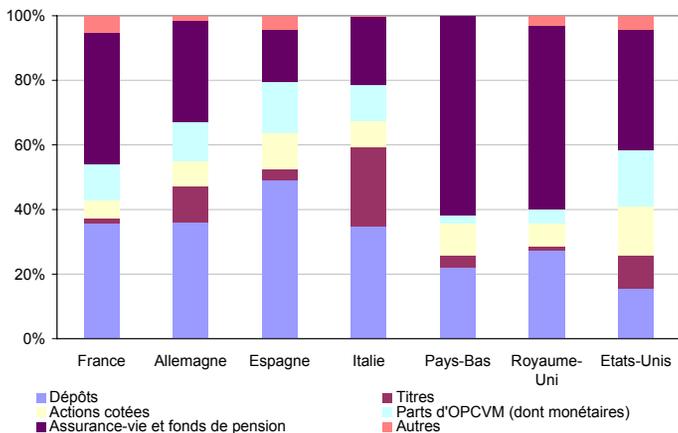
FIGURE 4 : STRUCTURE DU PATRIMOINE EN 1997 ET 2006

STRUCTURE DU PATRIMOINE FINANCIER EN 1997



Source : Autorité des marchés financiers.

STRUCTURE DU PATRIMOINE FINANCIER EN 2006



Source : Autorité des marchés financiers

TABLEAU 4 : STRUCTURE DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES (1995-2007)

(en milliards d'euros)

	1995		2000		2007	
	encours	%	encours	%	encours	%
Numéraire et dépôts	685,5	43,5 %	824,4	34,8 %	1 145	34,3 %
Titres hors actions	94,7	6,0 %	70,8	3,0 %	105	3,1 %
Actions et titres d'OPCVM	394,4	25,1 %	725,3	30,6 %	937	28,1 %
Provisions techniques d'assurance (contrats d'assurance-vie et fonds de pension)	399,6	25,4 %	751,6	31,7 %	1 152	34,5 %
Total des actifs financiers	1 574,2		2 372,1		3 339,1	

Source : Direction de la législation fiscale.

L'encours d'épargne en 2007 (voir tableau 5 ci-après) s'établit à près de **3 340 milliards d'euros**, et se répartit à parts quasi-égales entre trois tiers :

- les provisions techniques d'assurance (34,5 %) ;
- les dépôts bancaires (34,3 %) ;
- les actions et autres valeurs mobilières (31,2 %).

Sur la période étudiée, les ménages ont procédé à une nette réallocation des actifs de leur portefeuille : naguère prédominante, la part des **dépôts bancaires** est en net reflux (– 10 points), mais continue de représenter encore une proportion importante du patrimoine.

La part de **détention de titres** reste stable, un peu au-dessus de 30 %.

En revanche, les **placements d'assurance-vie** connaissent un développement de plus de dix points.

D.– L'IMPACT DE LA FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE : PREMIERS ENSEIGNEMENTS

1.– La fiscalité paraît impuissante à modifier le volume de l'épargne

La stabilité du taux d'épargne en France, sur les dix dernières années, aux alentours de 15,5 %, tend à démontrer qu'il n'existe **guère de lien entre le volume global de l'épargne** et les évolutions **du régime fiscal qui la régit**.

La fiscalité apparaît plutôt comme un outil pouvant contribuer à modifier sa structure interne, les choix des épargnants entre les différents actifs.

Cette constatation a déjà été faite il y a dix ans, comme le signalait le sénateur Joël Bourdin en 2002 :

« Les paramètres influençant la répartition du revenu entre épargne et consommation sont multiples, ce qui rend bien difficile une action des pouvoirs publics sur le niveau de l'épargne. Il semble, en revanche, qu'il soit plus aisé d'agir sur la structure de l'épargne, c'est-à-dire sur les choix de placement des ménages. La fiscalité est un premier outil qui peut être mobilisé à cette fin. Dès 1997, un rapport d'information, rédigé par notre ancien collègue, aujourd'hui ministre, Alain Lambert, soulignait que si « la fiscalité est impuissante à modifier le volume de l'épargne, en revanche, elle est très influente sur la structure de l'épargne, c'est-à-dire sur l'orientation des placements » »⁽¹⁾.

(1) Rapport d'information n° 367 (2002–2003) de M. Joël Bourdin, fait au nom de la délégation du Sénat pour la planification, sur l'épargne en actions des ménages (Les Français et les actions : pour une relation de confiance).

Cette **inertie** du volume de l'épargne aux variations de la fiscalité tient tout d'abord au fait que le critère fiscal n'est ni le seul ni le premier à entrer dans les **motivations de l'épargne**.

L'épargne des ménages répond avant tout à leur besoin de liquidités, pour payer leurs opérations courantes (motif de transaction), pour pouvoir disposer d'une réserve financière en cas de « coup dur » (motif de précaution), pour profiter de la hausse des actifs immobiliers ou mobiliers (motif de spéculation) ou bien encore dans la perspective d'un achat futur – logement ou autre bien important ou encore dans la perspective de financer un état futur de retraite ou dépendance (motif de prévoyance).

L'inertie du volume de l'épargne aux variations fiscales s'explique donc par le poids de l'épargne « programmée », laquelle représenterait **environ 70 %** du total.

La motivation première de l'épargne n'est nullement de réduire ou d'éviter l'impôt à payer.

2.– Une incidence réelle sur l'allocation des actifs

Si le taux d'épargne n'est pas déterminé par la fiscalité, celle-ci a néanmoins une **incidence sur l'orientation des flux d'épargne** et la préférence des ménages dans l'arbitrage d'un produit pour un autre.

Pour une partie, les modifications apportées à la structure du patrimoine des ménages sur les dix dernières années peuvent s'expliquer directement par la mise en œuvre de certaines dispositions fiscales.

L'étude des évolutions par composante du patrimoine permet de mettre en évidence certaines corrélations entre les mouvements de capitaux et les mesures fiscales engagées.

Ces dernières sont largement constatées *ex post*. Votre Rapporteur déplore tout particulièrement la faiblesse des études d'impact menées *ex ante*, tant sur le plan qualitatif (*cf.* encadré : les études sont faites « toutes choses égales par ailleurs », ce qui limite nécessairement leur qualité) que quantitatif (le Parlement n'est pas suffisamment destinataire de ces études). L'encadré suivant résume la méthode employée par la Direction de la législation fiscale pour procéder à ces études d'impact, appliquée à l'exemple de la réforme du prélèvement libératoire en loi de finances pour 2008.

ÉTUDES D'IMPACT : MÉTHODE EMPLOYÉE PAR LA DIRECTION DE LA LÉGISLATION FISCALE

Il n'existe pas de méthode d'analyse standard pour l'élaboration des études d'impact des mesures législatives relatives aux produits financiers et à leur fiscalité. Une analyse au cas par cas s'impose généralement, tant les réformes envisagées et les produits financiers concernés sont divers.

L'étude d'impact nécessite la disponibilité des données idoines, la définition précise de la population cible visée par la mesure et notamment des caractéristiques pertinentes de cette population en vue de l'étude d'impact à mener. À partir de là, il est possible d'obtenir un premier ordre de grandeur des montants mis en jeu par la mesure et du coût/bénéfice de la mesure pour les finances publiques sous la forme d'un chiffrage purement statique (« *toutes choses égales par ailleurs* ») et en supposant que les acteurs ne modifient pas leur comportement suite à l'application de la réforme).

Par la suite, divers jeux d'hypothèses sont établis pour obtenir un chiffrage dynamique visant à prévoir les réactions des acteurs, tant d'un point de vue microéconomique (impact sur le secteur concerné par la mesure) que d'un point de vue macroéconomique (prise en compte des effets indirects sur l'ensemble de l'économie et bouclage macroéconomique). Cette deuxième phase de chiffrage demeure nettement plus délicate, dans la mesure où il est difficile d'appréhender le degré de certitude de certaines hypothèses sous-jacentes au modèle, ainsi que le niveau d'interdépendances entre le produit financier concerné par la mesure et les divers autres placements des ménages. La complexité de la fiscalité des produits financiers ainsi que l'irrationalité souvent constatée des ménages rend cette étape relativement ardue.

À titre d'exemple, la démarche suivie pour effectuer l'étude d'impact *ex ante* de l'aménagement du régime fiscal des dividendes institué à l'article 6 de la loi n° 2007-1822 du 24 décembre 2007 de finances pour 2008 a été la suivante : les résultats des simulations ont été obtenus sur la base des revenus 2005 actualisés en 2007 et d'un échantillon de 500 000 contribuables représentatif des 35 millions de foyers fiscaux.

Le chiffrage du volet fiscal du nouveau dispositif a été réalisé selon une démarche en deux temps :

- la circonscription de l'ensemble des foyers fiscaux ayant intérêt à choisir l'option pour le prélèvement forfaitaire libératoire (PFL). Une requête a été effectuée sur la base de données afin d'isoler la population des contribuables ayant intérêt à opter pour le nouveau prélèvement forfaitaire sur les dividendes. Pour ce faire, la simulation a consisté à comparer deux termes :

- le montant de la taxation des dividendes au barème progressif de l'impôt sur le revenu après déduction des frais de garde et application des abattements fixes et proportionnels ;

- le montant de la taxation des dividendes « bruts » au taux proportionnel.

En toute rigueur, le premier terme, qui correspond à une taxation en N +1, aurait dû être actualisé en année N, année où le recouvrement afférent au PFL intervient ; il n'a pas été tenu compte de ce décalage temporel entre les deux modes de taxation. En revanche, dans le second terme, il a naturellement été tenu compte de la non-déductibilité de la fraction de CSG déductible au barème.

- La détermination du sous-ensemble des contribuables disposant de participations « substantielles ». De manière à déterminer la part correspondante des dividendes placés hors de champ de la mesure, la sous-population des contribuables ayant intérêt à exercer l'option pour le PFL mais détenant des participations substantielles a dû être modélisée. Cette modélisation a consisté à exclure du champ de la simulation les bénéficiaires potentiels de la mesure au-delà d'un certain niveau de salaires et de dividendes déclarés.

- Les résultats de cette simulation sont présentés dans le tableau ci-dessous.

PRÉLÈVEMENT FORFAITAIRE LIBÉRATOIRE SUR LES DIVIDENDES

(en millions d'euros)

				2008	2009
PFL à 18 %	Scénario 1 : sans la clause d'exclusion des participations substantielles	Gain lié à la taxation au PFL	931	931	
		Coût lié à la non taxation au barème	-	- 1 085	
		Total	931	- 154	
	Scénario 2 : avec la clause d'exclusion des participations substantielles	Gain lié à la taxation au PFL	471	471	
		Coût lié à la non taxation au barème	-	- 541	
		Total	471	- 70	

II.- L'ÉVOLUTION DES COMPOSANTES DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES

L'analyse par composante du patrimoine financier des ménages portera successivement sur les parts relatives des dépôts bancaires, des titres détenus de façon directe et indirecte puis de l'assurance-vie.

TABLEAU 5 : PRÉSENTATION SIMPLIFIÉE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES FRANÇAIS EN 2007

Catégorie de produit ⁽²⁾	Type de placement	Incitation fiscale	Encours en milliards d'euros ⁽¹⁾	Proportion (%)
Monnaie fiduciaire		-		1
Épargne liquide sans risque	Livrets défiscalisés (livrets A, bleu, LDD, LEP, livret jeune) + CEL	Livrets défiscalisés (non soumis à l'impôt sur le revenu) et exonérés de prélèvements sociaux (sauf CEL)	310	9
Épargne liquide au sens juridique mais « frottement fiscal » ⁽³⁾ sans risque	Dépôts à vue + comptes sur livret + bons du trésor + obligations d'État	-	377	11
	PEL + PEP + Assurance-vie en euros	Prime d'État en cas de prêt immobilier, intérêts défiscalisés sous conditions, abattement et prélèvement fiscal dégressif	1 161	34
				55 %
Épargne non liquide non risquée	Dépôts à terme	-	71	2
Épargne risquée avec « frottement fiscal »	Assurance-vie en unités de compte + PEA + PEE + FCPR, FCPI, FIP	Non imposition des intérêts (sauf UC : imposition à 7,5 % des produits accumulés sur le contrat en cas de détention supérieure à 8 ans), abattement	391	12
Épargne risquée sans avantage fiscal	OPCVM (obligations, actions, diversifiés...) + obligations privées + TCN + actions cotées et non cotées + autres participations	-	1 023	30
Épargne retraite dédiée	PERP, contrats Madelin, PREFON, PERCO	Cotisations déductibles du revenu imposable dans la limite d'un plafond (PERP, PREFON et Madelin), non imposition des sommes versées par l'entreprise sur les PERCO	25	1

(1) Les encours sont établis à différentes dates selon la disponibilité des données :

- Pour les livrets, les dépôts, l'épargne contractuelle, les dernières données mensuelles de la Banque de France sont de décembre 2007.
- Pour les obligations, actions, OPCVM et PEA, les comptes financiers trimestriels de la Banque de France sont disponibles jusqu'au 3^{ème} trimestre 2007.
- Pour l'assurance-vie, les données de la FFSA datent d'octobre 2007 datent d'octobre 2007.
- Les données sur les PEE, provenant de l'enquête ACEMO-PIPA de la DARES, sont de 2005.
- Les données pour les PREFON et les PERCO remontent respectivement à fin 2006 et juin 2007 ; celles relatives au PERP de Madelin datent du 3^{ème} trimestre 2007.

(2) Les principales catégories de cette classification sont données à titre indicatif. La diversité des produits financiers et de leurs caractéristiques rend toute classification périlleuse et oblige à des approximations. Ainsi, la catégorie « épargne liquide au sens juridique du terme mais frottement fiscal, sans risque » comprend par souci de simplification la totalité de l'assurance-vie en euros, alors que certains contrats d'assurance-vie en euros peuvent présenter un risque non négligeable. La classification du PEP en tant que produit financier liquide est par ailleurs approximative, dans la mesure où tout rachat partiel sur les premières années du plan entraîne sa clôture. De même, l'assimilation de l'ensemble de l'assurance-vie en unités de compte à un placement risqué est une simplification de la réalité.

(3) On entend par « frottement fiscal » l'application de dispositions fiscales.

Source : Direction de la législation fiscale.

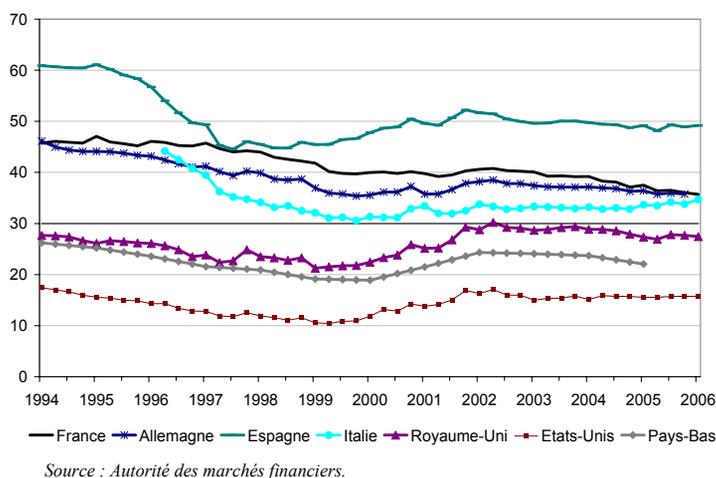
A.- LES DÉPÔTS BANCAIRES

1.- Leur niveau élevé : une caractéristique française

a) La part importante des dépôts bancaires

En France, le poids des dépôts bancaires se maintient à un niveau élevé dans la structure du patrimoine financier, une constante sur plus de dix ans (figure 5).

FIGURE 5 : DÉTENTION DE DÉPÔTS BANCAIRES PAR LES MÉNAGES
(en % du patrimoine financier)



La part relative des dépôts bancaires est significative : en 2006, elle atteint **35,7 %** des actifs. En comparaison, ce taux est de 50 % en Espagne et de 16 % aux États-Unis. Quoiqu'en recul, ce taux demeure en France au-dessus de la moyenne des pays européens.

Cette situation trouve son origine dans deux phénomènes :

- la forte aversion au risque qui pousse les ménages à détenir une proportion importante **d'épargne de précaution** ⁽¹⁾ ;
- la recherche de liquidités.

b) ... est entretenue par un régime fiscal avantageux

Au-delà de cette attitude de précaution « naturelle » qui détermine l'épargnant à privilégier la liquidité, il faut insister sur le fait que **la fiscalité joue ici un rôle significatif**.

(1) Cette aversion au risque qui est une caractéristique de l'épargnant français fait l'objet de développements en deuxième partie du présent rapport.

Il existe en effet en France un large dispositif d'épargne liquide défiscalisée qui contribue à maintenir ce niveau de dépôts très élevé.

Le tableau suivant propose une classification de l'épargne des ménages par catégorie de produit, en fonction des caractéristiques en termes de risques, de liquidité et de régime fiscal applicable. Il en ressort qu'au total, **55 % de l'encours de l'épargne est constitué d'actifs liquides et faiblement fiscalisés.**

2.– Une tendance de long terme à la baisse

L'érosion de l'épargne bancaire est l'illustration du **rééquilibrage des portefeuilles au profit d'actifs de plus long terme. La politique fiscale** (création de produits spécifiques pour développer l'épargne retraite et l'épargne salariale) **et l'innovation financière** (essor des OPCVM ⁽¹⁾ et des produits dérivés) se sont combinées pour **rendre plus attractive l'offre de produits de long terme.**

Cette baisse de la part relative des dépôts bancaires s'explique aussi par la hausse quasiment ininterrompue des marchés boursiers depuis 2003, incitant les ménages à orienter leur épargne vers des **supports plus risqués.**

À ces éléments d'explication s'ajoute enfin un aspect conjoncturel : l'arrivée à l'âge mûr des générations nombreuses du baby-boom a mécaniquement accru la population dont le taux d'épargne longue (ou de prévoyance) est le plus élevé.

3.– Une nette reprise de la hausse cependant depuis 2006

a) L'évolution des comptes et dépôts à terme

Ils ont progressé de façon spectaculaire depuis 2006 comme le montre le tableau 6.

TABLEAU 6 : COMPTES ET DÉPÔTS À TERME DES MÉNAGES EN FRANCE

(Encours de fin de période en milliards d'euros)

	2006 T2		2006 T3		2006 T4		2007 T1		2007 T2		2007 T3	
	Encours	Variation sur 12 mois										
Comptes sur livret	401,1	+ 3,8 %	407,8	+ 5,0 %	416,7	+ 6,1 %	424,8	+ 6,0 %	424,1	+ 5,8 %	429,1	+ 5,2 %
Dépôts < 2 ans	22,2	+ 9,3 %	25,1	+ 19,6 %	27,2	+ 30,4 %	31,5	+ 49,8 %	35,5	+ 59,9 %	42,6	+ 69,7 %
Dépôts > 2 ans	263,6	- 6,2 %	259,6	- 7,2 %	260,1	- 7,6 %	253,1	- 6,4 %	249,3	- 5,4 %	244,7	- 5,7 %
Total	686,9	- 0,1 %	692,4	+ 0,5 %	704,0	+ 1,3 %	709,4	+ 2,5 %	708,9	+ 3,2 %	716,4	+ 3,5 %

Source : BIPE.

(1) Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

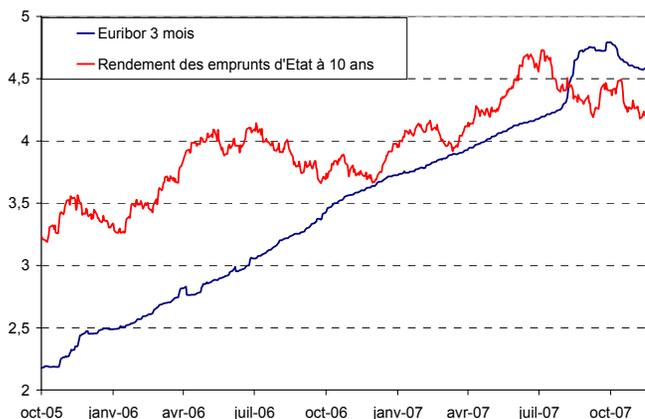
Cet arbitrage envers la liquidité s'explique largement par le contexte conjoncturel :

– la nette **remontée des taux à court terme**, liée à la remontée des taux de la banque centrale européenne et au second semestre 2007, aux fortes tensions installées sur les marchés monétaires suite à la crise de liquidité bancaire créée par la crise des *subprimes* ;

– la forte volatilité des marchés financiers et notamment boursiers, toujours liée à la crise des *subprimes* et qui a renforcé les comportements d'aversion au risque.

Depuis le début du mois d'août 2007, les taux d'intérêts à court terme sont supérieurs aux taux à long terme (figure 6).

FIGURE 6 : EURIBOR À 3 MOIS ET RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS



(1) Euribor (Euro interbank offered rate, soit en français, taux interbancaire offert en euro). L'Euribor est, avec l'Eonia, l'un des deux principaux taux de référence du marché monétaire de la zone euro. Il est calculé en effectuant une moyenne quotidienne des taux prêteurs sur 13 échéances communiqués par un échantillon de 57 établissements bancaires les plus actifs de la zone euro.

Source : Autorité des marchés financiers.

Cette hausse des taux d'intérêt à court terme a entraîné un regain d'attractivité évident pour les produits d'épargne liquide, d'autant **plus important que ceux-ci sont défiscalisés**. L'accroissement de la volatilité des actions lié au contexte d'incertitude et de manque de confiance installé depuis août 2007 sur les marchés boursiers a contribué logiquement à augmenter la part des placements d'épargne bancaire des ménages dans leurs actifs financiers.

b) L'évolution des livrets d'épargne (comptes sur livret et épargne réglementée)

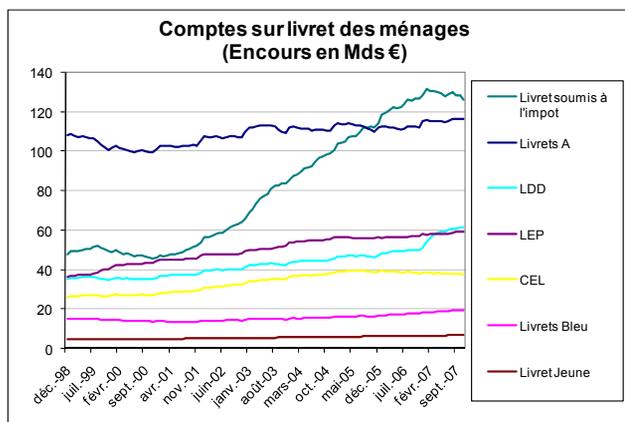
La figure 7 met en évidence les évolutions suivantes :

- la progression constante des encours d'épargne placés sur les livrets soumis à l'impôt, qui dépassent ceux du Livret A depuis mi-2005 ;

- la progression régulière de la collecte sur les livrets d'épargne réglementée.

D'une façon générale, on peut voir dans cette évolution le signe que la collecte sur les livrets est particulièrement sensible à la **variation de rémunération**.

FIGURE 7 : COMPTES SUR LIVRET



Source : Observatoire de l'épargne européenne.

Pour les livrets fiscalisés, la progression de leurs encours est à mettre en relation avec la hausse constante des taux d'intérêt à court terme depuis 2005.

Pour les livrets réglementés, il faut noter que **trois relèvements successifs** (tableau 7) de la rémunération des Livrets A et Livrets Bleus ont eu lieu depuis février 2007.

TABLEAU 7 : TAUX D'INTÉRÊT DES LIVRETS RÉGLEMENTÉS

	Livret A ⁽¹⁾	LEP ⁽²⁾	LEE ⁽³⁾	CEL ⁽⁴⁾	PEL ⁽⁵⁾
Août 2005	2,00 %	3,00 %	1,50 %	1,25 %	2,50 %
Février 2006	2,25 %	3,25 %	1,50 %	1,50 %	2,50 %
Août 2006	2,75 %	3,75 %	2,00 %	1,75 %	2,50 %
Février 2007	2,75 %	3,75 %	2,00 %	1,75 %	2,50 %
Août 2007	3,00 %	4,00 %	2,25 %	2,00 %	2,50 %
Février 2008	3,50 %	4,25 %		2,25 %	2,50 %

(1) Livret A de la Poste et de la Caisse d'épargne, Livret Bleu du Crédit Mutuel ou LDD (Livret pour le Développement Durable)

(2) LEP : Livret d'épargne populaire

(3) LEE : Livret d'épargne entreprise

(4) CEL : Compte d'épargne logement, taux hors prime d'État

(5) PEL : Plan d'épargne logement, taux hors prime d'État

c) L'impact de l'existence d'un plafond

La réglementation fiscale prévoit des dispositions d'imposition nulles (Livret A, Livret bleu,...) ou dérogatoires (PEL, PEP) à condition que soit respectée la condition d'un plafond de dépôts, variable selon les placements financiers (*cf.* annexe *Tableau récapitulatif des produits financiers*).

L'existence de ce plafond a un impact visible sur les mouvements de capitaux.

Tout d'abord, on constate que la progression de l'épargne réglementée est régulière mais relativement faible : les plafonds exigés pour chacun des produits **contingentent** les flux.

Ensuite, le graphique met clairement en évidence un mouvement de capitaux important s'orientant vers les placements effectués via le Livret de développement durable (LDD, anciens Codevi), dont le plafond a été relevé de **4 600 à 6 000 euros** par décret, à compter du 1^{er} janvier 2007.

Dès l'entrée en vigueur de cette mesure, les encours ont fortement progressé : **+ 8,7 % en 2006 et + 20 % en 2007.**

Le Tableau 8 récapitule les mouvements de capitaux en direction de l'épargne réglementée et des livrets imposés depuis 2005.

TABLEAU 8 : ÉVOLUTION DES ENCOURS DES COMPTES SUR LIVRET

(en millions d'euros)

	Encours fin 2005	Encours fin 2006	Variation (en %)	Encours fin 2007	Variation (en %)
Livret A	110 380	113 566	2,9	118 066	4,0
Livret Bleu	15 469	16 784	8,5	18 384	9,5
Livret Jeune	6 372	6 689	5,0	7 189	7,5
Compte Épargne Logement	39 100	38 097	-2,6	37 097	-2,6
Livret d'Épargne Populaire	56 759	57 932	2,1	59 932	3,5
LDD (ex CODEVI)	46 789	50 857	8,7	61 357	20,6
Livrets soumis à impôt	108 904	123 027	13,0	124 527	1,2
Placements à vue en devises	–	13	–	913	–
Ajustements statistiques	–	-381	–	-381	–
TOTAL	382 552	406 584	6,3	427 084	5,0

Source : BIPE.

On peut noter enfin que la collecte du CEL est en reflux, preuve que ce produit n'est pas perçu comme un substitut au plan d'épargne logement (PEL). L'explication de ce constat se trouve certainement dans son faible taux de rémunération par rapport aux autres produits d'épargne.

4.- Une exception notable : le déclin du plan d'épargne logement (PEL) et du plan d'épargne populaire (PEP)

a) La fiscalisation du plan d'épargne logement : rappel du contexte

Les lois n° 2005-1719 du 30 décembre 2005 de finances pour 2006 et n° 2005-1579 du 19 décembre 2005 de financement de la sécurité sociale pour 2006 ont **modifié le régime des prélèvements fiscaux (Tableau 9) et sociaux pesant sur les intérêts produits par les plans d'épargne logement (PEL).**

En effet, depuis le 1^{er} janvier 2006, deux dispositions sont applicables :

– **pour les PEL de plus de dix ans**, le prélèvement des contributions sociales au taux de 11 % sur les intérêts, précédemment effectué à la clôture du plan, est désormais opéré le 31 décembre de l'année du dixième anniversaire, puis lors de chaque capitalisation annuelle des intérêts ;

– **les intérêts des PEL de plus de 12 ans** doivent de surcroît être intégrés aux revenus soumis à l'impôt sur le revenu (imposition au barème progressif ou option pour le prélèvement forfaitaire libératoire).

**TABLEAU 9 : FISCALITÉ DU PLAN D'ÉPARGNE LOGEMENT
TAUX DES PRÉLÈVEMENTS APPLICABLES**

(taux en %)

	Ensemble des PEL ^(a)		
Du 1 ^{er} février au 31 décembre 1996	0,50		
Du 1 ^{er} janvier au 31 décembre 1997	3,90		
Du 1 ^{er} janvier 1998 au 30 juin 2004	10		
Du 1 ^{er} juillet au 31 décembre 2004	10,30		
Du 1 ^{er} janvier au 31 décembre 2005	11		
	PEL d'une ancienneté		
	< 10 ans ^(b)	> 10 ans et < 12 ans ^(c)	> 12 ans ^(d)
Depuis le 1 ^{er} janvier 2006	11	11	27
Depuis le 1^{er} janvier 2008	11	11	29

a) Jusqu'au 31 décembre 2005, les intérêts étaient exonérés de l'impôt sur le revenu.

b) Prélèvements sociaux dus à la fermeture du plan.

c) Prélèvements sociaux dus chaque année.

d) Imposables : prélèvement forfaitaire libératoire de 16 % ou barème progressif de l'impôt sur le revenu (+ prélèvements sociaux). Le taux du prélèvement forfaitaire libératoire a été porté à 18 % par la loi n° 2007-1822 du 24 décembre 2007 de finances pour 2008.

Source : Bulletin de la Banque de France, n° 153, septembre 2006.

Cette fiscalisation des intérêts produits par les PEL a été justifiée par la forte baisse de leur taux d'utilisation pour l'obtention d'un prêt d'épargne logement.

Cette évolution résultait notamment de la décrue des taux sur les crédits à l'habitat non réglementés, rendant inutile le maintien de ressources devenues surabondantes pour assurer l'équilibre du circuit de l'épargne logement et coûteuses en incitations fiscales pour le budget de l'État. Les prêts d'épargne

logement représentaient ainsi 13,6 % de l'encours des PEL en décembre 2005 au lieu de 18,2 % en décembre 2000 et 36,8 % en décembre 2005.

b) Les conséquences du changement de régime fiscal

Après avoir oscillé autour de +3 % durant l'année 2005, **le taux d'évolution annuelle des PEL est devenu négatif depuis le début de l'année 2006.**

TABLEAU 10 : ÉVOLUTION DES ENCOURS DE L'ÉPARGNE CONTRACTUELLE DEPUIS 2005

(en millions d'euros)

	Encours fin 2005	Encours fin 2006	Variation en %	Encours fin 2007	Variation en %
Plan d'épargne logement	224 626	204 843	- 8,8 %	188 843	- 7,8 %
PEP bancaires	38 889	34 814	- 10,5 %	31 414	- 9,8 %
Autres	6 649	6 628	- 0,3 %	6 778	2,3 %
Total	270 164	246 285	- 8,8 %	227 036	- 7,8 %

Source : BIPE.

Les sorties du PEL se sont situées en 2006 à près de **28 milliards d'euros** et la **décollecte s'est poursuivie à un rythme élevé en 2007 avec un flux négatif de 20 milliards d'euros.**

TABLEAU 11 : FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES

(en milliards d'euros)

	2005	2006					2007
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
Placements à vue	4,59	8,94	0,82	6,39	9,23	8,50	
– Soumis à l'impôt	2,20	6,77	1,15	3,38	2,90	1,72	
– Non soumis à l'impôt	2,39	2,17	- 0,33	3,00	6,33	6,78	
PEL	2,20	- 10,31	- 5,97	- 3,64	0,42	- 7,22	
Provisions techniques d'assurance vie	17,95	30,68	21,57	20,05	16,50	26,07	

Source : Banque de France.

Ce phénomène de décollecte au détriment d'un produit d'épargne traditionnel a **surpris par son ampleur et sa rapidité et n'a pas été anticipé à sa juste mesure par les différents intervenants concernés** (ni le réseau bancaire, ni les services de l'État).

Il est le résultat de la conjonction de deux attitudes :

– celle de l'épargnant particulier, dont la réaction peut être qualifiée d'« épidermique à la fiscalité » ;

– celle du réseau distributeur, qui a largement accompagné cette réaction en incitant les épargnants à s'orienter vers d'autres produits.

Il en découle deux conséquences majeures :

– pour **le réseau bancaire**, la nécessité de retrouver un produit de collecte à inscrire au bilan, qui soit stable et de longue durée ; cette exigence est rendue d’autant plus nécessaire que depuis l’été 2007, le système bancaire est entré dans une crise de liquidités ;

– pour **l’épargnant particulier**, la mise en évidence de la nécessité que lui soit délivrée une information claire et précise sur le couple rendement-risque. En effet, c’est seulement au vu de la situation patrimoniale de l’épargnant que l’arbitrage entre la clôture ou la poursuite de plan a un sens. Il n’était pas forcément le plus judicieux de clore certains plans pour s’orienter vers d’autres produits peut-être aussi rentables mais pas forcément adaptés aux objectifs poursuivis par l’épargnant⁽¹⁾.

c) La fin des plans d’épargne populaire

Depuis le vote de la loi n° 2003-1311 du 30 décembre 2003 de finances pour 2004, il est interdit d’ouvrir de nouveaux plans d’épargne populaire (PEP) à compter du 25 septembre 2003. Cette mesure, liée à la création du plan d’épargne retraite populaire (PERP)⁽²⁾, vise à supprimer toute concurrence avec ce dernier produit. Les encours de PEP ont **baissé de près de 30 %** depuis l’instauration de cette mesure (tableau 12).

TABLEAU 12 : ÉVOLUTION DES PEP BANCAIRES

(en milliards d’euros)

	Mars 2005	Juin 2005	Sept. 2005	Déc. 2005	Mars 2006	Juin 2006	Sept. 2006	Déc. 2006	Mars 2007
Encours	41,38	40,09	39,31	39,04	37,45	36,13	35,30	34,96	33,96
Flux	- 1,12	- 1,29	- 0,78	- 0,27	- 1,59	- 1,32	- 0,84	- 0,33	- 1,00

Source : Banque de France.

B.– LA DÉTENTION DIRECTE DE TITRES

Les titres détenus de façon directe par les ménages, c’est-à-dire les titres de dette d’une part et les actions cotées d’autre part, constituent la catégorie de placement pour laquelle les comparaisons entre pays montrent les différences les plus importantes.

(1) La recherche de l’adéquation entre le profil de l’épargnant et le produit financier commercialisé est devenue une préoccupation majeure du législateur tant au niveau national que communautaire. La mise en œuvre de la directive Marchés des produits financiers doit contribuer à remplir cet objectif et cet aspect est développé en deuxième partie du présent rapport.

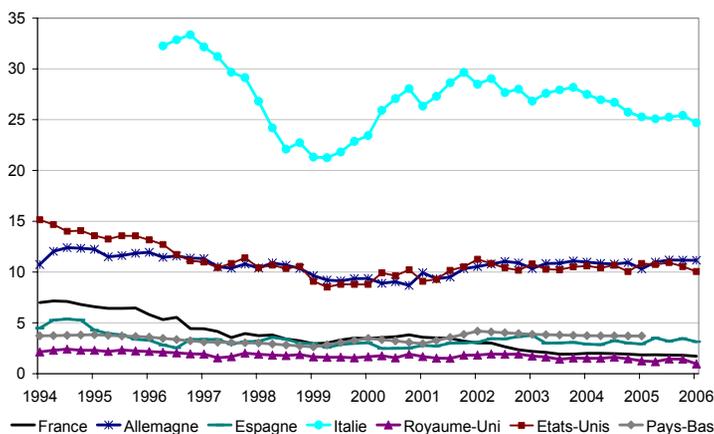
(2) Le PERP a été créé par la loi n° 2003-775 du 21 août 2003 (article 108) portant réforme des retraites.

1.- La détention de titres de dette : un niveau faible et orienté à la baisse

Les contrastes entre pays sont importants (figure 8) : la **détention de titres de dette** atteint 25 % des actifs financiers en Italie ⁽¹⁾ contre seulement **5 % en France**.

FIGURE 8 : DÉTENTION DE TITRES DE DETTES PAR LES MÉNAGES

(en % du patrimoine financier)



Source : Autorité des marchés financiers.

Au cours des dix dernières années, la détention directe de titres de dette en France a diminué, souffrant de la concurrence des produits d'épargne collective. En plus d'une plus grande protection contre le risque, ces derniers présentent en effet des **avantages en termes de liquidité ou de fiscalité** (cf. *infra*).

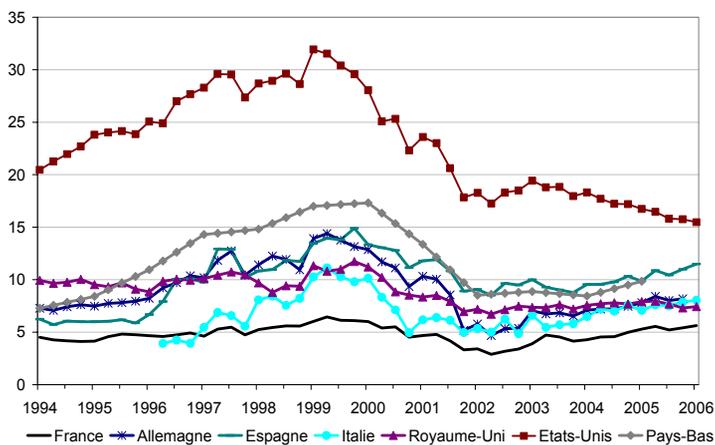
2.- La détention directe d'actions cotées : un niveau faible et stable

La proportion **d'actions détenue de façon directe** dans le patrimoine des ménages reste à un niveau plutôt stable au cours des dernières années (Figure 9) : elle oscille autour de **5 % en 2007** (soit **6,7 millions d'épargnants**), ce qui est faible comparé à d'autres pays (9,8 % aux Pays-Bas, 11,5 % en Espagne et 15,5 % aux États-Unis).

(1) Cette détention importante s'explique par les déficits publics massifs et une politique fiscale favorable à ce type de titres.

FIGURE 9 : DÉTENTION D'ACTIONNÉS COTÉES PAR LES MÉNAGES

(en % du patrimoine financier)



Source : Autorité des marchés financiers.

Elle s'accroît en début de période (1998-2000), puis marque un creux en 2002 et 2003, suite à l'éclatement de la « bulle Internet » en 2000-2001 et à la crise de confiance qui a suivi. Puis elle repart à la hausse au milieu de 2003.

Cette évolution illustre clairement le **comportement pro-cyclique de l'épargnant français**⁽¹⁾ : en effet, son arbitrage entre les différents placements proposés est largement **conditionné par l'évolution de court terme**. Ainsi, les ménages achètent « *assez massivement des supports actions en période de hausse des marchés et restreignent très fortement leur demande d'actifs risqués en période de baisse du prix des actions* »⁽²⁾. Il en résulte que la majorité des ménages investit en fin de cycle au lieu de vendre, et ne peut donc réaliser les plus-values espérées, puis se retrouve propriétaire de titres décotés au moment du repli du marché.

La reprise à la hausse des années 2005 et 2006 est quant à elle directement liée aux grandes introductions en Bourse de Gaz de France et d'EDF.

3.– La nécessité de favoriser la détention d'actions

a) Les placements en actions contribuent au financement des entreprises

L'arbitrage des ménages entre les placements financiers n'est pas sans incidence sur le financement de l'économie. Le rythme de croissance de l'économie, à **long terme**, dépend du niveau de l'investissement productif, c'est-à-

(1) Cf. annexe n° V du rapport relatif à la commercialisation des produits financiers de M. Jacques Delmas-Marsalet, novembre 2005.

(2) Les tendances du patrimoine financier des ménages français, Revue mensuelle de l'AMF, n° 13, avril 2005.

dire du niveau de l'investissement des entreprises. Or, l'un des principaux obstacles à l'expansion de l'investissement réside dans la difficulté de celles-ci à trouver les financements nécessaires.

Le paradoxe, c'est **qu'en dépit d'un haut niveau d'épargne en France, les petites et moyennes entreprises (PME) en particulier souffrent d'une sous-capitalisation chronique**, ce qui nuit à leur croissance et leur pérennité en les empêchant d'atteindre la taille critique nécessaire pour se muer avec succès au sein d'une économie mondialisée. Les PME sont fragiles : il y a 50 000 faillites en France chaque année contre 30 000 aux États-Unis alors que dans le même temps, la France compte peu de PME par rapport à ses partenaires (2,4 millions d'entreprises contre 3,4 millions au Royaume-Uni).

b) Pour l'épargnant, les placements en actions procurent les rendements les plus élevés

Il est dans l'intérêt de l'épargnant de placer une partie de son épargne en actions parce **qu'à long terme, et crises comprises, le rendement moyen des actions est plus élevé que celui des produits obligataires** ⁽¹⁾.

c) Un outil privilégié : le plan d'épargne en actions

Depuis le 1^{er} janvier 2002, son cadre juridique a été modifié afin de prendre en compte la dimension européenne des circuits de financement de l'économie et de continuer à favoriser le renforcement des fonds propres des entreprises en orientant une part de l'épargne collectée vers le financement de l'innovation. La réforme a consisté à rendre éligibles au PEA :

– **les actions « européennes »** (émises par des entreprises ayant leur siège dans un pays de l'Union européenne) ;

– **les titres de SICAV et de FCP** ⁽²⁾ dont l'actif est composé d'actions européennes dans le cadre de leur quota minimum d'investissement en actions (uniformisé au taux de 75 %) ⁽³⁾ ;

– **les parts de FCPR et de FCPI** ⁽⁴⁾.

Le plafond du PEA a été relevé à **120 000 euros en 2002, puis à 132 000 euros en 2003**.

Le tableau 13 retrace l'évolution des PEA (encours et nombre) depuis 2000 et permet de mettre en évidence certains impacts liés à ces mesures :

(1) Ce thème du rendement des actions à long terme fait l'objet de développements en troisième partie du présent rapport.

(2) Société d'investissement à capital variable (SICAV) et Fonds commun de placement (FCP).

(3) Depuis le 1^{er} janvier 2003.

(4) Fonds commun de placement à risque (FCPR) et Fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI).

TABLEAU 13 : ÉVOLUTION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS

(encours et nombre)

	Déc. 2000	Déc. 2001	Déc. 2002	Déc. 2003	Déc. 2004	Mars 2005	Déc. 2006	Oct. 2007
Valeurs des titres (en milliards d'euros)	99,5	89,9	73	84,10	90,4	93,1	118	118
Nombre de PEA (en millions)	6,49	7,1	7,36	7,39	7,31	7,3	7,15	7
Part des actions européennes	–	–	–	3,7 %	5,8 %	6 %	5,6 %	5,7 %
Part d'OPCVM (en %)	56	58	64	65	62	62	58	58
Part d'actions (en %)	44	42	36	35	38	38	41	41

Source : Banque de France.

L'analyse du tableau conduit aux constats suivants :

– les encours de PEA ont sensiblement progressé entre 2000 et 2007 (+ 18 %) mais avec des fluctuations importantes, liées à l'évaluation des marchés boursiers (dépréciation en 2002 et 2003) et **pour une part sans doute au relèvement du plafond** intervenu en 2003 ;

– le nombre de PEA est remarquablement stable (7 millions), de même que la répartition OPCVM/actions ;

– les mesures fiscales destinées à encourager la détention d'actions européennes semblent efficaces (doublement du taux entre 2005 et 2003) mais se stabilisent rapidement et à un niveau somme toute faible ;

– à noter enfin que les investissements en parts de FCPI ou de FCPR (placements qui bénéficient déjà en propre d'une fiscalité incitative), sont peu répandus dans les portefeuilles détenus à travers un PEA.

4.– Une multiplication des incitations fiscales en faveur de la détention directe d'actions

C'est pour répondre à ces enjeux que ces dernières années, on note une politique volontariste de rééquilibrer les portefeuilles détenus par les ménages en favorisant la détention directe d'actions via différentes mesures fiscales.

Parmi ces mesures, on peut citer :

– en **2005** : l'article 1^{er} de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie autorise la transformation d'un contrat d'assurance-vie en euros vers des contrats en unités de compte ou multi supports en conservant le bénéfice de l'antériorité fiscale ;

– en **2006** : l'article 29 de la loi n° 2005-1720 du 30 décembre 2005 de finances rectificative pour 2006 instaure un régime d'abattement destiné à favoriser la détention d'actions à long terme (instauration d'un abattement progressif d'un tiers pour chaque année de détention de titres) ;

– en **2007** : l'article 10 de loi n° 2007-1822 du 24 décembre 2007 de finances pour 2008 réforme le régime d'imposition des dividendes en instaurant l'option pour le prélèvement forfaitaire libératoire ; l'article 74 relève le seuil de cession de 20 000 euros à 25 000 euros.

5.– Un paradoxe : la fiscalité conduit à une moindre détention d'actions

De récents travaux ⁽¹⁾ ont cherché à mettre en évidence **l'impact de la fiscalité sur la composition du portefeuille optimal**.

Les résultats sont illustrés dans le tableau suivant.

TABLEAU 14 : IMPACT DE LA FISCALITÉ SUR LE PORTEFEUILLE OPTIMAL

	i	ii	iii	iv	vi	vii	viii	ix	x
Aversion au risque	Forte ($\gamma = 7$)			Moyenne ($\gamma = 4$)				Faible ($\gamma = 1$)	
Fiscalité	neutre	effective		Neutre	effective			Neutre	effective
Abattement assurance-vie		Non	Oui		Non	Non	Oui		Non
Taille du portefeuille	Faible	Faible	Faible		Faible	1 milliard d'euros	1 milliard d'euros		1 milliard d'euros
PEA	14 %	14 %	14 %	32 %	29 %	13 %	13 %	100 %	13 %
Contrats en Euro	27 %	11 %	21 %	24 %	20 %	12 %	27 %	0 %	0 %
Contrats UC	43 %	27 %	28 %	43 %	51 %	60 %	50 %	0 %	53 %
Livret A	16 %	47 %	37 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Actions hors PEA	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	15 %	10 %	0 %	34 %
Rendement brut théorique	6,0 %	4,7 %	5,1 %	7,1 %	7,2 %	7,3 %	7,0 %	9,0 %	8,0 %
Rendement net théorique	5,1 %	4,4 %	4,6 %	6,1 %	6,4 %	6,5 %	6,2 %	7,7 %	7 %
Volatilité	8,2 %	5,8 %	6,3 %	11 %	11,2 %	11,2 %	10,4 %	15 %	14 %
Part en actions	42 %	31 %	33 %	60 %	60 %	63 %	55 %	100 %	76 %

Source : DGTPPE, 2005.

Ainsi, si l'on tient compte de la fiscalité, le taux de détention d'actions diminue dans la majeure partie des cas.

En effet, les calculs montrent que :

– les épargnants **averses au risque** sont incités à détenir moins d'actions, et à définir deux fois trop de liquidités par rapport à un portefeuille optimal (comparaison des colonnes i et iii du tableau) ;

– les épargnants **peu averses au risque** sont conduits, sous l'influence de la fiscalité, à saturer leur PEA jusqu'au plafond de 132 000 euros, puis à se reporter sur des contrats d'assurance-vie en unités de compte relativement peu diversifiés en actions, en cherchant à bénéficier des abattements dont bénéficient certains contrats. Au-delà, la fiscalité devient relativement dissuasive et le conduit à détenir, en sus du PEA, une moindre proportion d'actions (comparaison des colonnes iv et viii).

(1) Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne, DGTPPE, décembre 2005.

Créé en 1992, le plan d'épargne en actions (PEA) permet sous certaines conditions de durée, allant de 5 à 8 ans, d'effectuer des placements en Bourse bénéficiant d'une fiscalité réduite (*cf.* annexe *Tableau récapitulatif des produits*).

*
* *

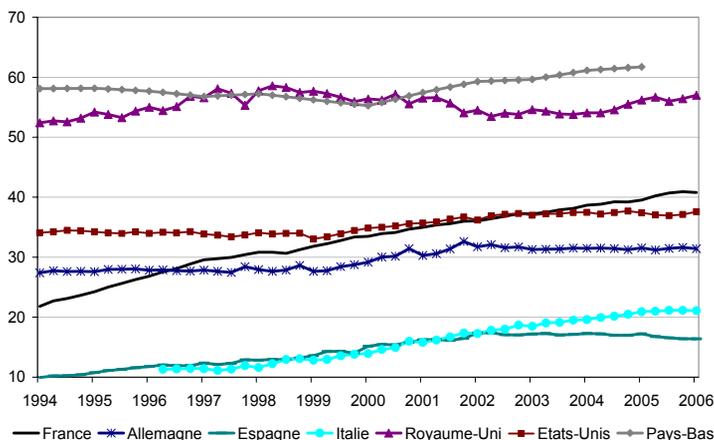
La réallocation des fonds issus des PEL et de l'épargne contractuelle plus généralement s'est nettement faite principalement sur les placements à vue (hors PEL), la **détention indirecte** de titres (avec le développement des OPCVM) et les provisions techniques **d'assurance-vie**.

C.– L'ASSURANCE-VIE

1.– Le placement privilégié des Français

L'assurance-vie reste le **placement préféré** des Français : selon le sondage Sofres de février 2008, **56 % des Français** pensent en premier à l'assurance-vie pour leurs placements financiers, une tendance stable sur les dix dernières années. En part relative, alors qu'elle représentait **14 % du patrimoine des ménages en 1990**, celle-ci s'établit à **34,5 % en 2007** (figure 10). La proportion de détenteurs d'au moins un contrat d'assurance-vie est passée de 25,7 % en 2002 à 27 % en 2007. Les comparaisons entre pays montrent que la France a largement rattrapé « son retard » relatif au cours des dix dernières années.

FIGURE 10 : ENCOURS D'ASSURANCE-VIE DÉTENUS PAR LES MÉNAGES
(en % du patrimoine financier)



Source : Autorité des marchés financiers.

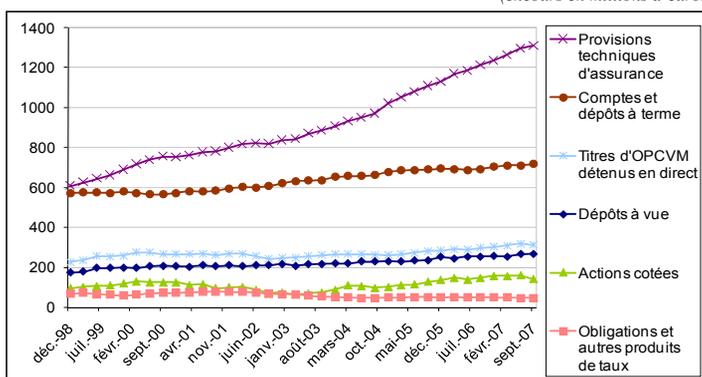
2.- Des encours en progression ininterrompue depuis dix ans

La progression constante des encours de l'assurance-vie est une tendance marquante des dix dernières années.

La figure 11 et le tableau 15 illustrent cette forte progression.

FIGURE 11 : PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES

(encours en millions d'euros)



Source : Observatoire de l'épargne européenne.

TABLEAU 15 : ÉVOLUTION DES ENCOURS DE L'ASSURANCE-VIE

(en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (février)
Encours	663	695	751	814	919	1 023	1 125	1 140
Variation		+ 5 %	+ 8 %	+ 8 %	+ 13 %	+ 11 %	+ 9 %	+ 1,3 %

Source : Fédération française des sociétés d'assurances.

Celle-ci s'explique par :

– un **régime fiscal avantageux** qui favorise d'une part, les retraits de capitaux pour les contrats détenus au-delà de huit ans et d'autre part, la transmission de patrimoine ;

– le contexte actuel de **remise en question du financement du système de retraites par répartition** : l'augmentation des placements financiers en direction de l'assurance-vie est nette à compter de 2003, date du vote de la loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites. L'assurance-vie est un produit perçu comme pouvant permettre de procurer des revenus supplémentaires aux revenus versés par les régimes de retraite actuels, via les retraits partiels exonérés d'impôt. La tendance est largement constatée puisque, entre 2002 et 2006, le montant des rachats sur les contrats d'assurance-vie et de capitalisation a augmenté de près de 60 % ;

– **l'adoption de la disposition Fourgous** (loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 qui autorise la transformation d'un contrat d'assurance-vie en euros vers des contrats en unités de compte ou multi supports en conservant le bénéfice de l'antériorité fiscale), parce qu'elle a accru l'intérêt porté à ce produit ;

– **la fiscalisation du PEL.** Les retraits liés à la mise en œuvre de cette mesure ont constitué un afflux de versements important qui ont alimenté les encours d'assurance-vie dès le premier trimestre 2006, renforçant fortement sa progression « naturelle ». L'année 2006 a ainsi été une année de croissance exceptionnelle avec 140,5 milliards de collecte de cotisations (contre 120,7 milliards en 2005).

En 2007, cette tendance se poursuit à des niveaux élevés même si la collecte de cotisations marque une tendance à la baisse puisqu'elle s'établit à 136,4 milliards d'euros.

En effet, la collecte nette d'assurance-vie a diminué de 18 % en 2007 par rapport à 2006 : un temps d'arrêt semble marqué, même si le niveau d'encours reste toujours très élevé : 1 148 milliards d'euros. En janvier 2008, la collecte nette (cotisations – prestations) s'établit à 5,6 milliards d'euros, en diminution de 27 % par rapport à janvier 2007. Et les versements sur les supports en unités de compte suivent cette tendance avec une chute de 35 %.

La première raison invoquée pour expliquer cette halte dans la progression des encours de l'assurance-vie est l'entrée en vigueur des dispositions de la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (loi dite « TEPA ») qui auraient entamé l'attractivité fiscale de ce placement.

Pourtant d'autres facteurs peuvent être mis en cause : il s'agit notamment de la forte concurrence exercée par les produits d'épargne réglementée dont les taux ont été relevés et de la volatilité des marchés boursiers qui a conduit les ménages à davantage de prudence dans leur choix de leurs placements financiers.

3.– La question de l'impact de la loi dite « TEPA »

La question de **l'impact qu'auront sur les flux de placement vers l'assurance-vie les dispositions de la « loi TEPA »** instituant de substantiels allègements de droits de succession et de donation est posée.

En effet, parmi les principaux motifs invoqués par les ménages pour avoir un contrat d'assurance-vie figure en bonne place la volonté d'en faire bénéficier un proche (**presque un tiers**, d'après les résultats de l'Enquête Patrimoine 2003-2004 de l'Insee).

Or depuis le vote des dispositions de cette loi, les conditions d'arbitrage entre les placements offerts aux particuliers se trouvent sensiblement modifiées : le cadre fiscal de l'assurance-vie (tableau 14) ne peut plus être le critère déterminant conduisant à privilégier la détention de ce produit dans un portefeuille, lorsque l'objectif est de transmettre un patrimoine.

Les tableaux suivants permettent de comparer les régimes fiscaux existants :

TABLEAUX 16 : TRANSMISSION DE L'ASSURANCE-VIE

Date de souscription du contrat	Date de versement	
	Avant le 13/10/1998	Après le 13/10/1998
Avant le 20/11/1991		
	Exonération	Exonération de 152 500 euros par bénéficiaire puis taxe à 20 % au-delà
Après le 20/11/1991		
Primes versées avant 70 ans	Exonération	Exonération de 152 500 euros par bénéficiaire puis taxe à 20 % au-delà
Primes versées après 70 ans	Exonération des intérêts. Primes soumises aux droits de succession au-delà de 30 500 €	Exonération des intérêts. Primes soumises aux droits de succession au-delà de 30 500 euros

DROITS DE SUCCESSION ET DE DONATION

Selon le lien de parenté avec le défunt ou le donateur

Abattement		Tranches (en euros) après abattement	Taux (%) par tranche
Succession	Donation		
Conjoint, partenaire pacsé			
Exonération de droits de succession	76 998 euros	Jusqu'à 7 699 euros	5
		De 7 699 à 15 195	10
		De 15 195 à 30 390	15
		De 30 390 à 526 760	20
		De 526 760 à 861 050	30
		De 861 050 à 1 722 100	35
		Au-delà de 1 722 100	40
Enfants, ascendants ou petits-enfants			
Pour les enfants et ascendants		Jusqu'à 7 699 €	5
		De 7 699 à 11 548	10
151 950 €	151 950 €	De 11 548 à 15 195	15
Pour les petits-enfants		De 15 195 à 526 760	20
1 520 €	30 390 €	De 526 760 à 861 050	30
Pour les arrière-petits-enfants		De 861 050 à 1 722 100	35
1 520 €	5 065 €	Au-delà de 1 722 100	40
Frère ou sœur			
15 195 €	Exonération ou 15 195 €	Jusqu'à 23 299	35
		Au-delà de 23 299	45
Neveu et nièce			
7 598 €	7 598 €	Totalité	55
Parent au-delà du 4^{ème} degré de non-parent			
1 520 €	Néant	Totalité	60

L'attractivité de l'assurance-vie est entamée puisque ce produit ne conserve sa supériorité que dans quelques cas de transmission bien précis :

- la transmission au partenaire pacsé (pour des raisons juridiques et non plus fiscales) ;
- à des membres éloignés de la famille ou à des organismes.

Le dernier état de la collecte de l'assurance-vie établi en avril 2008 montre que le repli se poursuit et accuse une **baisse de 10 % depuis le début de l'année**. La baisse des marchés boursiers amène logiquement les ménages à privilégier les versements sur les **supports en euros au détriment des supports en unités de compte**. Mais le transfert ne se fait pas intégralement sur les supports en euros, les produits à court terme gardant une rémunération attractive liée à leur taux d'intérêt élevé, ces derniers voient leurs encours encore progresser.

4.- Le point sur les « transformations Fourgous »

Cette expression évoque l'amendement du député Jean-Michel Fourgous, devenu l'article 1^{er} de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie. Celui-ci donne la possibilité aux assurés de transformer leurs contrats mono-support en euros en contrats multi-supports, c'est-à-dire en euros et en unités de compte (UC), sans perte de l'antériorité fiscale.

Depuis fin 2005, plus de 1,3 million de transformations ont été faites dans ce cadre pour un montant global de 47,4 milliards d'euros. Cela représente un **montant moyen transféré de 35 600 euros**.

La progression des encours des supports en UC des ménages a continué en 2007 (+ 14 %). Les supports en UC ont ainsi été multipliés par près de 4 en dix ans. Ils représentaient 253,5 milliards d'euros fin 2007, soit 22,5 % des provisions d'assurance-vie. Ils sont investis à 60 % en actions.

Il est important de noter que **la prise de risque des ménages se fait via les supports en unités de compte** : les statistiques de la Banque de France mettent en évidence que le flux net de placement des ménages en obligations, actions cotées et OPCVM généraux a été nul entre juin 2006 et juin 2007. Ce sont donc bien les supports en unités de compte qui constituent le principal vecteur de prise de risque des ménages. Sur les dix dernières années, ces supports ont représenté **70 % de l'épargne à risque** des ménages.

On note également (tableau 15) que même si la proportion de contrats détenus en unités de compte progresse, cette progression est lente et l'impact sur la répartition des actifs est limité. En effet, celle-ci reste largement segmentée : **80 % d'actifs non risqués** (fonds en euros) et **20 % d'actifs risqués** (fonds en actions) en moyenne.

*

* *

D.- LA MONTÉE EN PUISSANCE DE LA GESTION COLLECTIVE

1.- Un recours accru à la gestion collective des actifs

Au cours des dix dernières années, la part des produits d'épargne collective dans le total des actifs financiers détenus par les ménages français s'est accrue de façon significative. Cette part s'élève à **51,7 % en 2006 (contre 44 % en 1998)**.

TABEAU 17 : ÉVOLUTION DES CONTRATS D'ASSURANCE-VIE EN EUROS ET EN UNITÉS DE COMPTE

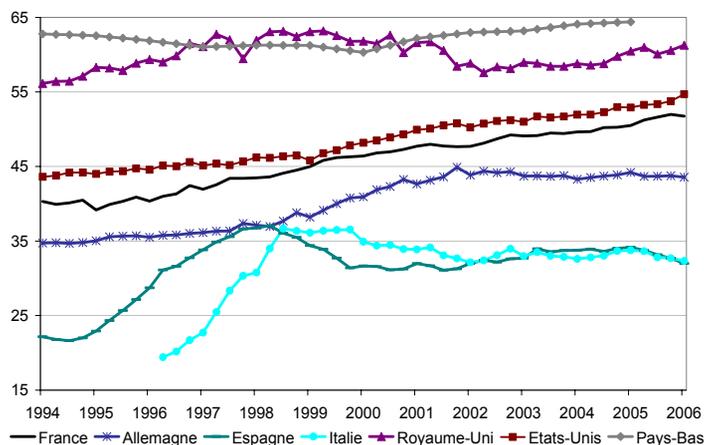
(en milliards d'euros)

	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
Provisions techniques d'assurance-vie	647,5		696,1		747,3		768,5		853,4		945,9		1057,5		1152,2	
– en unités de compte	127,6	19,7	151,0	21,6	155,9	20,8	124,1	16,1	157,9	16,6	178,9	18,9	224,46	21,2	261,20	22,6
– en euros	519,9	80,3	545,1	78,4	591,4	79,2	644,4	83,9	695,5	83,4	766,8	81,1	833,05	78,8	891,00	77,4

Source : Direction de la législation fiscale.

FIGURE 12 : ÉPARGNE COLLECTIVE DES MÉNAGES

(en % du patrimoine financier)

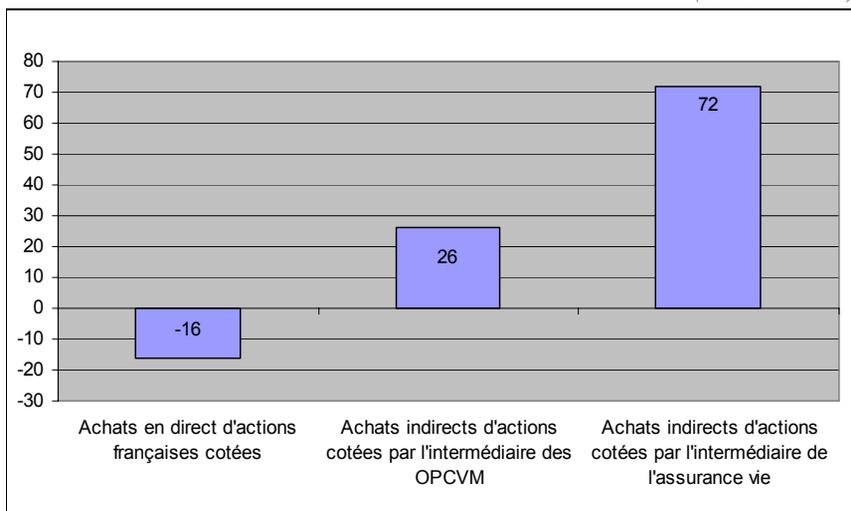


Source : Autorité des marchés financiers

Comme vu précédemment, les Français sont peu détenteurs d’actions en direct. Ils sont vendeurs nets d’actions cotées, – 16 milliards d’euros entre 1998 et 2005 (figure 12).

FIGURE 13 : FLUX CUMULÉ D’ACHAT D’ACTIONS COTÉES PAR LES MÉNAGES SUR LA PÉRIODE 1998–2005

(en milliards d’euros)



Source : Observatoire de l'épargne européenne.

Ces ventes nettes sont largement compensées par les achats indirects (figure 13) à travers l'assurance-vie et les OPCVM (près de 100 milliards d'euros).

Le tableau 18 met en évidence **l'essor des placements collectifs**.

TABLEAU 18 : ÉVOLUTION DES PLACEMENTS COLLECTIFS

(actifs gérés au 31 décembre en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001/2006
OPCVM à vocation générale ⁽¹⁾	800,2	803,1	909,4	1 006,5	1 155,1	1 343,4	+ 68 %
FCPE ⁽²⁾		47,4	56,0	56,9	68,8	81,6	+ 72 %
FCPR – FCPI ⁽³⁾		10,7	10,8	12,5	18	25,0	+ 150 %
FCIMT ⁽⁴⁾		0,8	1	0,7	0,5	0,7	- 14 %
Encours total des OPCVM de droit français		862,0	977,2	1 076,7	1 212,8	1 401,1	+ 62 %

(1) SICAV : sociétés d'investissement à capital variable. FCP : fonds communs de placement.

(2) FCPE : fonds communs de placement d'entreprise.

(3) FCPR : fonds communs de placement à risques. FCPI : fonds communs de placement dans l'innovation.

(4) FCIMT : fonds communs d'intervention sur les marchés à terme.

Source : Autorité des marchés financiers.

La France se classe au 2^{ème} rang derrière le Luxembourg en termes d'actif net des OPCVM à vocation générale.

2.– Des produits destinés à financer les investissements dans les jeunes entreprises

a) Deux véhicules d'investissement dédiés : les FCPI et les FIP

Les Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et les Fonds d'investissement de proximité (FIP) sont deux catégories particulières de Fonds commun de placement à risques (FCPR).

Leur spécificité est qu'ils doivent investir au moins **60 %** de leurs fonds :

– dans des titres de sociétés non cotées sur un marché réglementé, créatrices de produits ou de procédés à caractère innovant (cas des FCPI) ;

– dans des PME régionales en développement (cas des FIP).

Le tableau 19 récapitule leurs caractéristiques juridiques.

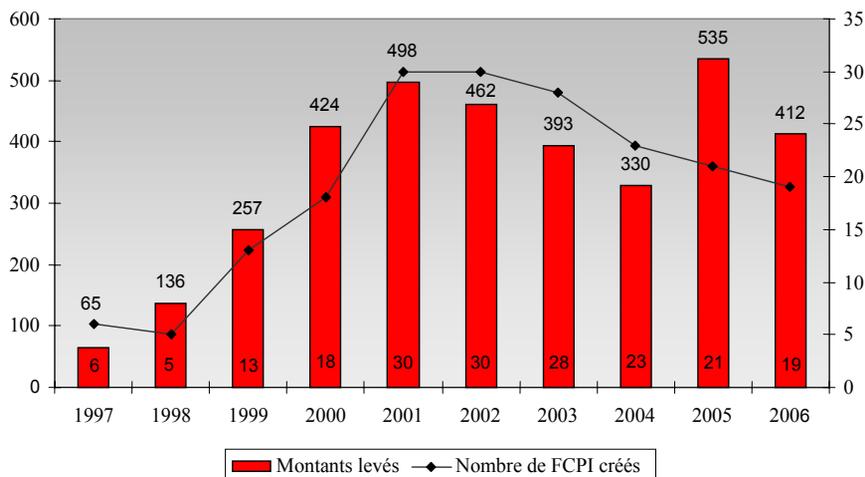
TABLEAU 19 : COMPARATIF FCPI/FIP

FCPI	FIP
Créés en 1997 (loi n° 96-1181 du 30 décembre 1996 de finances pour 1997)	Créés en 2003 (loi n° 2003-721 du 1 ^{er} août 2003 pour l'initiative économique)
Entreprises innovantes	Entreprises régionales
Qualification Oseo Innovation ou Dépenses de R&D	Pas de contrainte sectorielle
Pas de contrainte territoriale	3 régions limitrophes
À tous les stades de développement	À tous les stades de développement
Pas de limitation en matière de chiffre d'affaires	Réaliser un chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros
Pas de limitation en matière de total bilan	Afficher un total bilan inférieur à 43 millions d'euros
Employer moins de 2 000 personnes	Employer moins de 250 personnes
Pas de quota minimum entreprises «jeunes»	10 % au moins doivent être des entreprises «jeunes»

b) L'impact économique des FCPI

Les FCPI ont été créés dans l'objectif de faciliter le développement des petites et moyennes entreprises (PME) dites innovantes. À ce titre, l'investisseur bénéficie d'avantages fiscaux qui consistent en une réduction d'impôt sur le revenu et l'exonération des plus-values de cession (cf. annexe *Tableau récapitulatif des produits financiers*). La figure 14 montre l'évolution des montants souscrits entre 1997 et 2006.

FIGURE 14 : ÉVOLUTION DES MONTANTS LEVÉS PAR MILLÉSIME ET DE LA POPULATION DES FCPI



Source : AFIC.

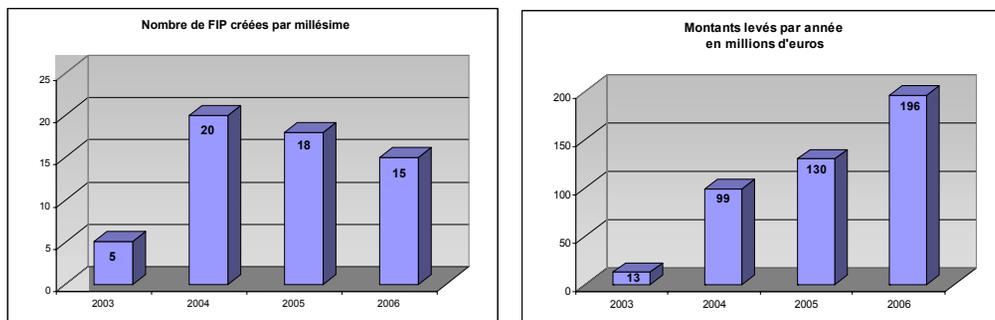
Sur la période d'investissement considérée, il apparaît que globalement, les entreprises qualifiées « innovantes » se révèlent plus dynamiques que celles qui n'ont pas eu recours à cette qualification. Parmi celles-ci, **les entreprises ayant fait l'objet d'un investissement par les FCPI enregistrent les meilleures performances en termes d'emploi et de développement à l'international**. Leur effectif a progressé de **40 %** sur la période (contre 19 % pour les non investies) et le **chiffre d'affaires à l'exportation** des entreprises de moins de cinq ans a été **multiplié par 2,5** (contre 30 % pour les non investies).

c) Le développement des FIP

Les FIP sont des FCPR ayant vocation à favoriser le développement des petites et moyennes entreprises régionales. Comme pour les FCPI, le porteur de parts bénéficie d'avantages fiscaux qui consistent en une réduction d'impôt sur le revenu et l'exonération des plus-values de cession (cf. le tableau récapitulatif des produits financiers, annexe 4).

Le dynamisme de la collecte de fonds réalisée via les FIP est mis en évidence dans les figures 15 ci-après.

FIGURES 15 : COLLECTE DE FONDS VIA LES FIP



Source : AFIC.

Depuis leur création, les FIP **connaissent un développement rapide**, avec un démarrage comparable à celui qu'ont connu les FCPI en 1997, année de leur lancement. Au total, 58 FIP ont été créés entre 2003 et 2006, et 438 millions d'euros ont été levés au cours de la même période.

Les FIP **jouent bien leur rôle d'investisseur régional et de proximité**. En effet, toutes les régions françaises (à l'exception du Limousin), sont couvertes par au moins un FIP. Ces derniers investissent dans des entreprises en création (7 %), en développement (40 %) et assurent un rôle crucial dans la transmission des PME régionales (46 %).

d) Deux outils de défiscalisation

Nous l'avons vu précédemment, les FCPI et les FIP sont deux véhicules d'investissement dont les résultats à ce jour sont conformes aux principes qui ont prévalu à leur lancement : les investissements sont effectivement dirigés vers les PME dont les caractéristiques (innovantes, lieu d'implantation géographique) font qu'elles sont particulièrement demandeuses de fonds. **L'incitation fiscale liée à la détention de ces produits produit pleinement ces effets.**

Or, depuis le vote de la loi dite « TEPA »⁽¹⁾, ces produits deviennent aussi un **outil de défiscalisation de l'impôt de solidarité sur la fortune** (article 16 de la loi).

Cette nouvelle incitation fiscale a un double impact :

– elle crée une ambiguïté **sur l'objectif final** : ce n'est plus directement l'objectif de favoriser l'investissement dans les PME qui est poursuivi mais celui de contourner un débat difficile sur la suppression pure et simple de l'impôt de solidarité sur la fortune. Par l'instauration de mesures d'exonération successives et toujours plus larges, celui-ci risque de toute façon d'être vidé de sa substance ;

– sur **l'épargne du particulier** : ces placements concernent certes des investisseurs fortunés. Mais l'incitation fiscale ne doit pas faire oublier que ces placements sont avant tout **risqués**, et il est donc important que l'épargnant en soit pleinement averti.

Dans le cadre de sa mission de protection de l'épargne, l'Autorité des marchés financiers a émis des recommandations précises sur ce sujet.

(1) Loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat.

LA COMMERCIALISATION DES VÉHICULES D'INVESTISSEMENT PERMETTANT AUX PARTICULIERS REDEVABLES DE L'ISF DE BÉNÉFICIER D'UNE RÉDUCTION FISCALE

La loi dite « TEPA », adoptée à l'été 2007, prévoit une réduction de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) pour encourager l'investissement dans les PME non cotées. L'investissement peut être soit direct, par l'entrée au capital d'une société holding, soit indirect, via la souscription de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP), de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) ou de fonds communs de placement à risques (FCPR).

La déduction fiscale étant subordonnée à un investissement avant le 15 juin 2008, les particuliers redevables de l'ISF se voient proposer activement depuis quelques semaines la souscription de parts ou actions de véhicules d'investissement leur permettant de bénéficier de la réduction fiscale.

Par nature, ces produits présentent des caractéristiques particulières en termes de risque et de liquidité, sur lesquels l'attention des investisseurs doit être attirée, parallèlement à la très forte incitation fiscale et à l'intérêt économique que représente le financement en fonds propres des PME non cotées. Ils ne peuvent donc être recommandés qu'après analyse de la situation particulière du client et de ses objectifs de placement.

À cet égard, l'AMF souhaite attirer l'attention des personnes commercialisant ces produits sur les règles applicables en matière de démarchage sur des titres non cotés et leur rappeler que la nature des risques attachés aux instruments financiers proposés impose une information adaptée de chaque investisseur et une évaluation de sa situation, dans le cadre du conseil en investissement et lors de l'exécution de l'ordre de souscription.

*
* *

Seuls des professionnels agréés peuvent conseiller à des particuliers, dans le cadre d'une recommandation personnalisée, de souscrire ou d'acquérir des parts d'un FCPR, d'un FCPI, d'un FIP ou d'actions d'une société holding ISF.

Recommander à des particuliers redevables de l'ISF la souscription ou l'acquisition de parts de FCPR, de FCPI, de FIP ou d'actions de société holding leur offrant une réduction fiscale constitue une recommandation personnalisée soumise :

– soit au régime du conseil en investissements financiers (CIF) au sens de l'article L. 541-1 du code monétaire et financier ;

– soit au régime du service de conseil en investissement que seuls des prestataires de services d'investissement spécialement agréés peuvent fournir à titre de profession habituelle.

Quel que soit le régime applicable, **cette activité de conseil fait peser sur les professionnels concernés une responsabilité quant à la sélection des investissements, qui ne peut se limiter à la seule constatation que le client est éligible à l'avantage fiscal attendu du produit.** De façon plus générale, le conseiller doit agir au mieux des intérêts de son client et lui recommander les produits les plus adaptés à sa situation, après avoir examiné ses connaissances, son expérience en matière d'investissement, sa situation financière et ses objectifs, y compris fiscaux

3.- L'épargne salariale

a) Les placements de cette épargne : les OPCVM d'épargne salariale

L'OPCVM d'épargne salariale est l'instrument de gestion des sommes attribuées au titre de la réserve spéciale de participation et/ou de celles versées dans un plan d'épargne salariale (PEE, PEI, PERCO) complétées, le cas échéant, de l'abondement de l'employeur.

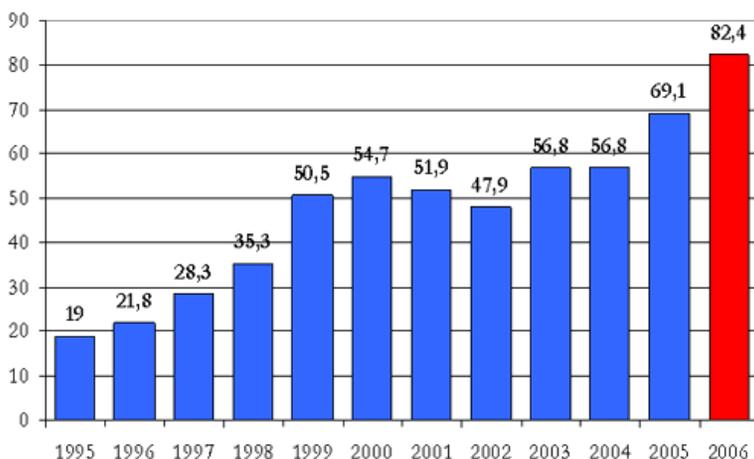
Il existe deux formes d'OPCVM d'épargne salariale : le fonds commun de placement d'entreprise et la SICAV d'actionnariat salarié.

b) L'essor des fonds communs de placements d'entreprises (FCPE)

Au 31 décembre 2006, l'encours des OPCVM d'épargne salariale atteint 82,4 milliards d'euros, soit une hausse de plus de 19 % par rapport au 31 décembre 2005 (figure 16).

FIGURE 16 : ENCOURS DES OPCVM D'ÉPARGNE SALARIALE

(en milliards d'euros)



Source : AFG.

Sur les 82,4 milliards d'euros d'encours au 31 décembre 2006, 52 %, soit 43,2 milliards d'euros, sont investis dans les FCPE et les SICAV d'actionnariat salarié. Le reste, soit 39,2 milliards d'euros, est placé dans les FCPE diversifiés, eux-mêmes très fortement investis en actions. On note par ailleurs une progression très marquée des investissements dans les fonds dits d'investissement socialement responsable (ISR) puisque leur encours atteint 1,6 milliard d'euros, en hausse de 71 % par rapport à 2005, et une très nette augmentation des placements dans les FCPE solidaires, dont l'actif atteint 398 millions d'euros, soit une progression de plus de 49 % par rapport à 2005.

En cinq ans, les actifs investis en épargne salariale ont progressé de 72 %.

c) L'impact des mesures favorisant les sorties anticipées d'épargne salariale

On note la multiplication des mesures prises ces dernières années en faveur du déblocage de l'épargne salariale, avec toujours le même objectif invoqué : la nécessité de relancer la consommation.

Pour rappel, on peut citer les mesures successives suivantes :

– la loi n° 2004–804 du 9 août 2004 pour le soutien à la consommation et à l'investissement prévoit le **déblocage exceptionnel de 10 000 euros** sur les plans d'épargne salariale. Les statistiques de l'Autorité des marchés financiers (AMF) valorisent les sorties à 16 milliards d'euros en 2004 alors qu'elles avaient été estimées à 8 milliards d'euros par le Gouvernement. Mais ces sorties importantes ne sont pas le seul fait que la mesure de déblocage anticipé : l'AMF constate en effet que les salariés semblent en général sortir du plan dès que celui-ci arrive à échéance fiscale. Ce qui met en évidence le fait que **l'épargne salariale est insuffisamment perçue comme une épargne de long terme** ;

– en 2005, la loi n° 2005–842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie prévoit le versement d'une **prime exceptionnelle d'intéressement** liée aux résultats ou aux performances de l'entreprise enregistrés en 2004 ;

– la loi n° 2008–111 du 8 février 2008 pour le pouvoir d'achat prévoit le même dispositif de **déblocage anticipé** des fonds affectés à l'épargne salariale (plafonné à **10 000 euros par salarié**). La mesure a été prise sur la base d'une estimation de 10 à 12 milliards d'euros débloqués. Les fonds de gestion estiment pour leur part qu'au final, ce montant devrait être ramené entre 5 et 8 milliards d'euros. La somme moyenne débloquée est de 3 000 euros (soit un tiers du montant autorisé).

Le BIPE ⁽¹⁾, pour sa part, estime que les sorties de l'épargne salariale vont pour un **tiers** à la consommation, un **tiers** au remboursement des emprunts et un **tiers** dans des produits d'épargne, du type assurance-vie.

Un nouveau texte sur la participation offrant l'option d'un déblocage immédiat de fonds est actuellement en préparation ⁽²⁾.

Or, le recours au déblocage exceptionnel, ne l'est plus tellement s'il devient permanent, et remet en question la logique de favoriser l'épargne longue, nécessaire pour participer en particulier au financement de la retraite. Il transforme des produits normalement bloqués pour une durée minimale de cinq ans en

(1) Bureau d'information et de prévision économique.

(2) Projet de loi relatif au développement de l'intéressement et de la participation.

produits liquides. Et si la liquidité des produits augmente, c'est toute l'organisation de la gestion des produits d'épargne à long terme qui est à revoir. Les flux en direction de l'épargne longue pourraient baisser fortement, et l'impact pourrait être fort, en particulier sur le développement des **PERCO**, ces derniers étant alimentés pour près de **36 % par les fonds en provenance de la participation**.

4.– L'épargne retraite et la nécessité de développer l'épargne longue

a) Le financement des retraites : un enjeu majeur

Pour faire face au déficit des régimes de retraite par répartition, le financement de la retraite sous la forme traditionnelle d'une « prestation définie », financée par prélèvement obligatoire, doit s'accompagner aujourd'hui de régimes sur-complémentaires. Ces derniers reposent sur des produits de nature assurantielle ou utilisant la structure de fonds d'investissement, dits à « cotisations définies ». **Leur finalité est de mettre à disposition des futurs retraités le produit du placement de l'épargne constituée durant leur vie active.**

Les perspectives démographiques selon l'INSEE sont les suivantes : le nombre de personnes de plus de 60 ans va progresser de 80 % d'ici à 2050. Quand bien même l'espérance de vie se stabiliserait, leur nombre augmenterait de 50 %. Ainsi, en 2050, une personne sur trois aura 60 ans et plus (contre une sur cinq aujourd'hui).

Les conséquences sur le financement des retraites sont dans ces conditions très importantes. Selon le Conseil d'orientation des retraites, d'ici 2020, il faut trouver un point de PIB pour replacer les régimes de retraite à l'équilibre.

Si l'on étudie le comportement des Français face à la préparation de leur retraite, voici les enseignements à retirer de l'étude du Centre d'études et de connaissances de l'opinion publique (CECOP) de février 2008 ⁽¹⁾ :

– la grande majorité des Français est inquiète face au problème de financement de leur retraite : **61 %** ;

– la prise de conscience de la nécessité de préparer de façon individuelle la retraite progresse, mais lentement (**36 %** des Français épargnent dans cet objectif en 2007 contre 32 % en 2004) ;

– il existe un décalage entre les priorités des Français, qui souhaitent voir se développer l'épargne, qu'elle soit individuelle ou collective, et les priorités poursuivies par les pouvoirs publics, qui sont d'augmenter le nombre d'années de cotisations et de reculer l'âge légal de la retraite ;

(1) Sondage CSA / CECOP réalisé par téléphone les 6 et 7 février 2008 sur un échantillon national représentatif de 1004 personnes âgées de 18 ans et plus.

– les Français ont une préférence pour un mode de collecte collectif plutôt qu'individuel : **47 %** souhaitent que les pouvoirs publics prennent des mesures en faveur de l'épargne collective et ils ne sont que **26 %** à préférer l'adoption de mesures incitatives en faveur de l'épargne retraite individuelle.

Ces préférences ont et devraient avoir un effet sur l'évolution des deux produits d'épargne destinés à épargner en vue de financer la retraite que sont le PERCO ⁽¹⁾ et le PERP ⁽²⁾.

Le premier, un produit collectif, est en plein essor alors que le PERP, un produit individuel, connaît une progression bien plus lente (tableau 20).

TABLEAU 20 : ÉVOLUTION DES PERCO ET PERP DEPUIS 2004

	Nombre de personnes couvertes (en milliers)				Évolution (en %)		
	2004	2005	2006	2007	2004/2005	2005/2006	2006/2007
PERP	1 235	1 670	1 871	1 927	+ 35	+ 12	+ 3
PERCO	38	102	201	334	168	98	+ 66

Sources : DREES et AFG.

b) Le dynamisme du PERCO

Le PERCO (plan d'épargne retraite collectif), anciennement dénommé plan partenarial d'épargne salariale volontaire pour la retraite (PPESVR), a été créé par la loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites et est un produit d'épargne retraite. Il se décline dans une version interentreprises (PERCOI).

Le PERCO est, en principe, mis en place par voie d'accord collectif conclu dans l'entreprise ; il ne peut être institué si l'entreprise ne dispose pas, en outre, d'un plan d'épargne entreprise (PEE) ou interentreprises (PEI), afin de laisser une liberté de choix aux salariés.

Il est alimenté dans les mêmes conditions que le PEE, sous réserve de quelques particularités. L'employeur peut, par exemple, si l'accord l'autorise, verser un abondement lorsque le salarié affecte au PERCO les sommes issues de la participation, ce qui n'est pas possible en cas d'affectation à un PEE. Le plafond de l'abondement de l'employeur est, de plus, deux fois supérieur à celui prévu pour le PEE. Ces différences de régime sont destinées à inciter les salariés à opter pour l'épargne-retraite plutôt que pour le PEE.

Les sommes placées sur le PERCO sont indisponibles jusqu'au départ en retraite effectif du salarié et ne sont pas déductibles du revenu imposable. Les cas de déblocage anticipé sont définis.

(1) Plan d'épargne retraite collectif.

(2) Plan d'épargne retraite populaire.

Les placements effectués à partir du PERCO doivent avoir un caractère diversifié, afin de limiter les risques financiers pris par les salariés ; ainsi, les fonds affectés au PERCO ne peuvent être utilisés pour acquérir des titres de l'entreprise.

Le tableau 21 et la figure 17 suivants retracent l'évolution du PERCO depuis sa création.

TABEAU 21 : ÉVOLUTION DU PLAN D'ÉPARGNE RETRAITE COLLECTIF (PERCO)

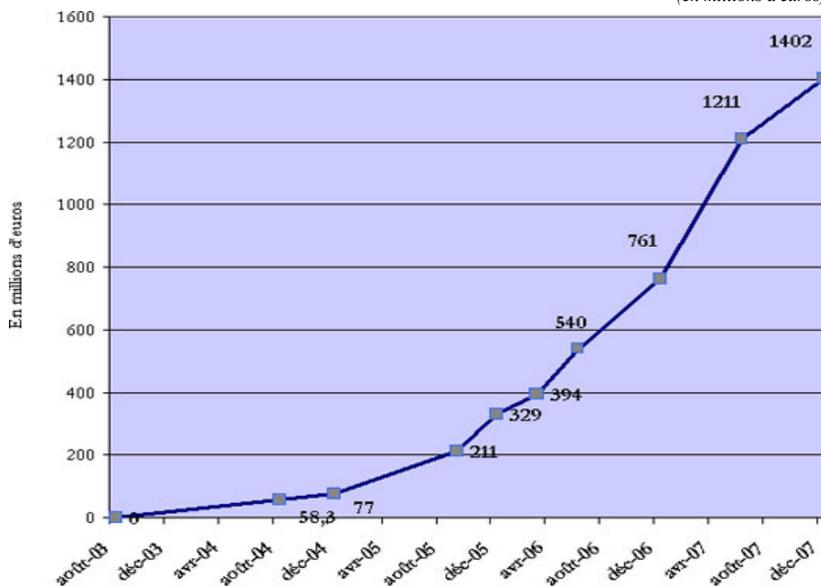
Date	Encours (en millions d'euros)	Entreprises équipées	Salariés alimentant leur plan	Encours individuel moyen (en euros)
23/08/2003 ⁽¹⁾	0	NC	NC	NC
31/08/2004	58	NC	NC	NC
31/12/2007	77	4 000	NC	NC
31/08/2005	220	12 000	117 000	1 880
31/12/2005	329	23 169	100 576	3 270
31/03/2006	394	26 761	114 946	3 430
30/06/2006	540	27 374	166 509	3 240
30/09/2006	645	31 129	188 856	3 415
31/12/2006	761	37 359	201 367	3 792
31/12/2007	1 400	56 285	334 191	4 229

Source : AFG.

(1) Date de la publication de la loi Fillon.

FIGURE 17 : ÉVOLUTION DE L'ENCOURS DU PERCO

(en millions d'euros)



Source : AFG.

Au 31 décembre 2007, 56 285 entreprises offraient un PERCO à leurs salariés. À cette même date, 334 191 salariés avaient effectué des versements. Au cours de l'année 2007, le nombre d'entreprises équipées a augmenté de 51 % et le nombre de salariés adhérents de 66 %.

L'encours total géré à l'intérieur des PERCO s'établit, au 31 décembre 2007, à **1,4 milliard d'euros**, en hausse de **84 %** par rapport au 31 décembre 2006. **L'encours moyen d'épargne** détenu par chaque bénéficiaire **s'élève à près de 4 200 euros**.

En 2007, les flux d'alimentation du PERCO (abondements de l'entreprise inclus) se répartissaient ainsi :

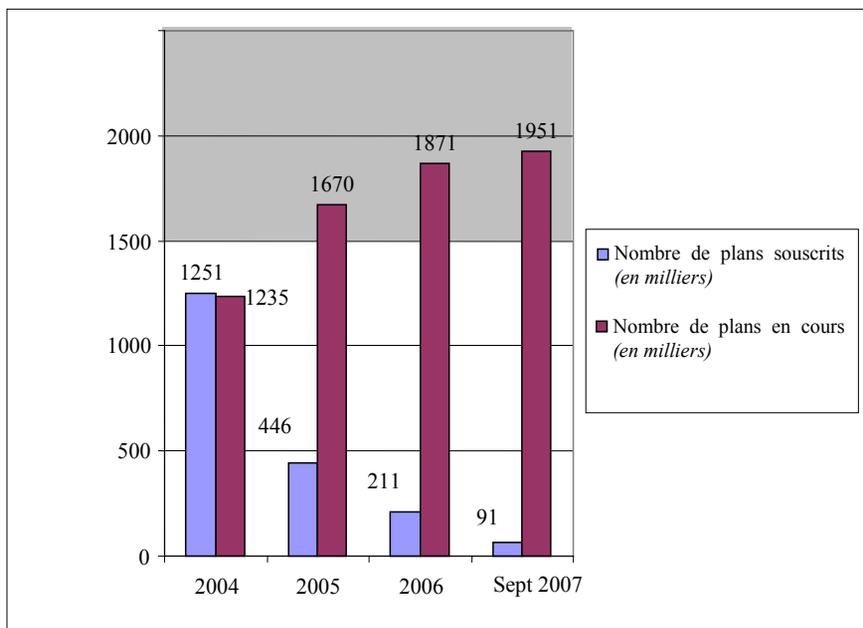
- participation : 35,8 % ;
- versements volontaires des salariés : 48,9 % ;
- intéressement : 15,3 %.

c) Les difficultés du PERP

Le PERP (plan d'épargne retraite populaire) permet la constitution et la jouissance de droits viagers personnels payables à compter de la date de liquidation de la pension de retraite dans un régime obligatoire d'assurance vieillesse. Il peut être ouvert par toute personne, quel que soit son statut (salariés, travailleurs non salariés, exploitants agricoles, fonctionnaires, inactifs), dans un cadre privé comme à titre professionnel. L'adhésion à un PERP est individuelle et facultative.

L'avantage fiscal est à l'entrée : les primes versées sur un PERP sont déductibles du revenu imposable dans la limite d'un plafond. Les rentes viagères versées au titre d'un PERP sont imposables à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des pensions. La figure 18 montre l'évolution du PERP depuis sa création.

FIGURE 18 : ÉVOLUTION DU PERP DEPUIS 2004



Source : AFG.

Au 30 décembre 2007, **1,9 million de PERP** ont été souscrits alors qu'1,4 million ont été ouverts dès la fin 2004. L'encours a franchi les 3 milliards d'euros au 31 décembre 2007.

Les souscriptions sont majoritairement le fait de salariés jeunes (**âge moyen : 41 ans**) et disposant de revenus modestes alors que la cible initiale, compte tenu du dispositif fiscal (déduction des versements du revenu net imposable) était constituée plutôt par les personnes imposées dans les tranches les plus élevées de l'impôt sur le revenu.

Le **montant moyen des primes** est de ce fait faible, **d'environ 800 euros par an et l'encours moyen par plan s'élève à 1 500 euros**. Or il convient de noter qu'une prime annuelle de 800 euros ne permet de verser au moment de la liquidation qu'une rente annuelle de 800 euros.

d) Une fiscalité complexe et mal adaptée

Paradoxalement, la fiscalité de l'épargne ne favorise pas les produits à sortie en rente viagère, pourtant les mieux adaptés à la préparation de la retraite.

En effet, pour des placements à long terme (15 ans) voire très long terme (25 ans), il semble logique que l'incitation fiscale soit plus forte et proportionnelle à la durée d'indisponibilité des sommes placées.

En l'état actuel, la fiscalité liée à la rente est absurdement complexe :

– **la rente viagère à titre gratuit** est soumise à l'impôt sur le revenu et bénéficie à ce titre d'un abattement de 10 % : c'est le régime applicable à la rente du PERP ;

– **la rente viagère acquise à titre onéreux** est quant à elle imposée en fonction de l'âge de son bénéficiaire⁽¹⁾. L'abattement de 10 % n'est pas autorisé. C'est le régime applicable à la rente du PERCO.

À noter que les rentes viagères perçues à la clôture d'un PEA ou d'un PEP ne sont pas imposables. Mais toutes ces rentes sont soumises aux prélèvements sociaux. **Un constat s'impose : il faudrait harmoniser et simplifier les régimes des rentes.**

Il faut aussi souligner le cas des foyers non imposables ou peu imposés. La législation fiscale des dispositifs d'épargne retraite consiste en une exonération à l'entrée (déduction des versements du revenu imposable) et en une fiscalisation à la sortie des rentes à l'impôt sur le revenu. Un tel régime n'accorde aucun avantage fiscal immédiat aux foyers précités. La création d'une incitation fiscale spécifique devrait être étudiée.

Le faible succès du PERP peut s'expliquer par deux facteurs qui se transforment en handicaps :

– **une réglementation trop stricte** : les modalités de gouvernance du PERP sont jugées par les acteurs contraignantes sur certains aspects (en particulier l'exigence d'un quorum de 25% pour l'assemblée des participants) ; il en résulte des frais élevés, répercutés *in fine* sur l'assuré. Un allègement de ces modalités de gouvernance est jugé souhaitable ;

– **l'obligation de sortie en rente** : sur ce point, les avis sont contrastés.

Selon certains réseaux bancaires, le faible engouement pour ce produit résulterait de cette obligation d'une sortie en rente et des hésitations de la clientèle à s'engager sur une très longue période, sans possibilité de rachat, le système de retraite par répartition assurant encore un bon niveau de revenu. Mais d'autres considèrent au contraire que la sortie en rente est une caractéristique nécessaire d'un véritable produit retraite.

*

* *

(1) Cf. annexe Tableau récapitulatif des produits financiers.

DEUXIÈME PARTIE : LES AUDITIONS ET LE TRAITEMENT DU QUESTIONNAIRE ÉTUDES QUALITATIVES ET QUANTITATIVES

Cette approche a été menée en deux phases :

- une première phase de rencontres et d'auditions, dont la finalité était de cerner la perception des acteurs sur les produits, la législation et l'impact de cette dernière sur l'affectation de la ressource ;
- une phase complémentaire de traitement à partir de questionnaires qui avaient comme objectifs de :
 - mesurer la perception par les intervenants, des caractéristiques des produits financiers ;
 - faire ressortir les variables déterminantes dans le choix des différents produits ;
 - recenser les problèmes soulevés par les différentes parties prenantes ;
 - analyser le degré d'implication dans la création ou la modification d'un produit ;
 - faire ressortir les perspectives d'évolution des produits et de leur marché.

I.- DÉROULEMENT DES AUDITIONS ET STRUCTURE DU QUESTIONNAIRE

A.- LES AUDITIONS

24 auditions ont été menées et 59 personnes rencontrées du 5 février au 12 mars 2008 (*cf.* annexe 1).

Lors de ces auditions, votre Rapporteur était accompagné de M. le Professeur Patrick Topsacalian.

B.- STRUCTURE DU QUESTIONNAIRE

Le questionnaire (annexe 3) est composé de deux parties :

- la première, commune aux trois types d'intervenants, comprend 26 questions devant permettre de mesurer⁽¹⁾ la perception par la personne interrogée, du marché, des produits financiers et de la relation entre les différents intervenants.

- la deuxième partie plus ciblée, propre à chaque type d'intervenant interrogé, permettant d'affiner les réponses obtenues dans la première partie.

(1) La mesure a été réalisée à partir de 13 échelles de Lickert, 4 questions portant sur des classements et complétée par 15 questions ouvertes demandant de justifier les réponses apportées.

II.- LES RÉSULTATS

Les comptes rendus des auditions et les résultats du traitement des questionnaires sont analysés ci-dessous. Il s'agit là de « **restituer** » les représentations des auditionnés et non l'avis du Rapporteur. Dans le cadre des propositions, on pourra s'interroger sur le fondement et la validité de ces variables.

Les auditionnés ont été agréablement surpris par la démarche entreprise par cette mission qu'ils jugent, par ailleurs, nécessaire et indispensable.

Ils ont tous fait ressortir la nécessité d'une « **stratégie claire** » des pouvoirs publics pour financer par l'épargne, l'innovation, les retraites, les logements et même la dépendance.

Les variables ayant une influence sur le marché sont, pour les auditionnés, les suivantes :

- A.- la fiscalité et son instabilité,
- B.- la complexité de la législation et son incohérence,
- C.- le manque de culture des épargnants,
- D.- les critères de sélection des épargnants et des intermédiaires ;
- E.- la complexité et/ou l'inadéquation de certains produits avec leur marché,
- F.- la difficulté de chiffrage des mesures,
- G.- la concertation préalable aux mesures,
- H.- la cohérence des décisions des intervenants,
- I.- les coûts d'intermédiation.

Les auditions et l'analyse des questionnaires ont largement contribué aux recommandations qui seront développées par votre Rapporteur.

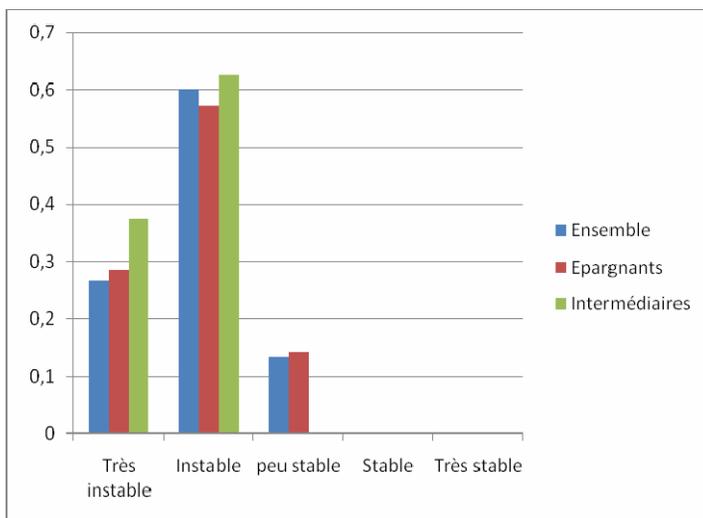
A.- L'INSTABILITÉ FISCALE

Elle est citée « **spontanément** » par tous, et semble apparaître comme un frein, non seulement au développement du marché des produits financiers mais également à celui de la place de Paris. Pour la majorité des intermédiaires, le manque de stabilité fiscale et législative provoque une volatilité de l'épargnant-consommateur qui, par ailleurs, se ressent sur la gestion actif/passif du bilan des banques.

Différentes questions ont été posées concernant la fiscalité.

À la question, le **droit fiscal** en matière de produits financiers vous semble-t-il plutôt, très instable (1) à très stable (5), les réponses (figure 19) confirment une forte perception d'instabilité fiscale.

FIGURE 19 : STABILITÉ DU DROIT FISCAL



Le complément d'information donné par les réponses aux questions ouvertes a fait apparaître que l'instabilité est perçue quel que soit le sens de la réforme, avantageuse, par exemple relèvement d'un seuil, ou pénalisante pour l'épargnant.

Concernant certaines mesures fiscales, plusieurs remarques ont été faites :

– l'ensemble des intermédiaires et des représentants de l'État sont d'accord sur le fait que la fiscalité n'est pas adaptée à la réalité économique. Par exemple, la fiscalité sur les produits à court terme est jugée « **trop avantageuse** », notamment pour les « livrets où l'effort fiscal est non nécessaire ». Mais pour certains interviewés, une réflexion différente sur la fiscalité à court terme semble utile « pour favoriser les petites épargnes, quels que soient les placements utilisés et leur risque ». Le problème touche ici non seulement l'harmonisation fiscale dans son ensemble mais également la politique économique.

– si toute mesure fiscale défavorable à un produit entraîne une désaffection du public envers ce dernier (exemple du PEL), il n'est pas aisé de « diriger un flux vers un autre public ». On verra dans la suite du rapport que cette remarque n'est pas forcément vérifiée.

– concernant les impôts comme l’ISF, même s’il n’est pas élevé et s’il est perçu comme une décision purement politique, il est considéré comme « bloquant », c'est-à-dire un frein à l’investissement des particuliers. En l’état actuel, il entraînerait, de plus, une distorsion sur la valorisation des patrimoines et donc de l’ISF, suivant que ce dernier soit composé de valeurs mobilières cotées ou non cotées.

Par ailleurs :

– la multiplicité des niches fiscales nuit à la simplicité et à la compréhensibilité des produits,

– si le niveau incitatif n’atteint pas un certain seuil, il apparaîtrait que l’épargnant y serait insensible (une analyse de sensibilité devrait être menée pour vérifier cette affirmation).

– du point de vue de l’administration, la fiscalité détermine l'allocation de l'épargne mais pas son volume, en d’autres termes, la fiscalité intervient surtout sur la répartition de l’épargne. Effectivement, comme le montre le tableau 22, le taux d’épargne est stable, depuis plus de dix ans, autour de 15 %.

TABLEAU 22 : TAUX D'ÉPARGNE BRUT

(en % du revenu disponible brut)

	Taux d'épargne	Taux d'épargne financière	Taux d'investissement immobilier (1)
1996	15	6,1	7
1997	15,9	7,2	7,1
1998	15,5	6,7	7,2
1999	15,2	6,3	7,5
2000	15,1	6,7	7,4
2001	15,8	6,9	7,3
2002	16,9	8	7,3
2003	15,8	6,6	7,5
2004	15,8	6,2	7,8
2005	15,3	5,5	8,3
2006	15,5	5,4	8,8

(1) Approche par le haut des comptes.

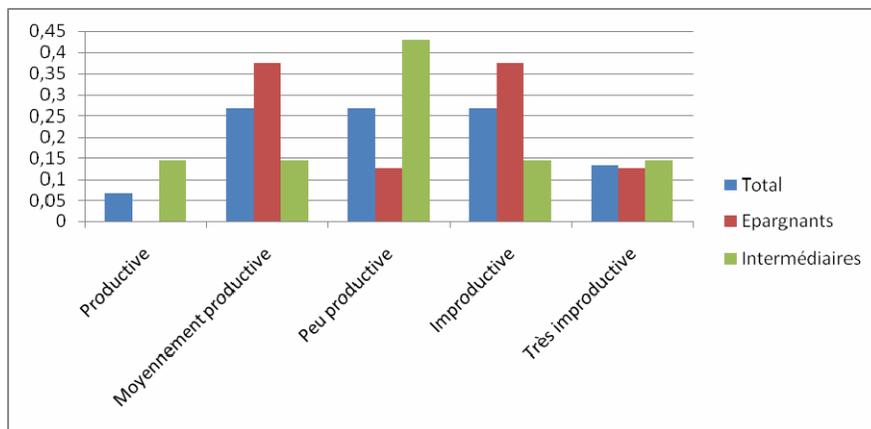
Source : INSEE

D’une manière générale, les intervenants considèrent que les mesures fiscales produisent des mouvements qui s’étalent sur plusieurs années. Il existe très peu de cas où, comme en 2006, les mouvements ont été rapides comme dans le cas du PEL.

À la question, comment percevez-vous l’utilisation de l’outil fiscal par le législateur, les réponses (figure 20) semblent montrer qu’il n’y a pas de tendances réelles de perception aussi bien d’un point de vue des épargnants que des intermédiaires.

Elles sont réparties comme suit :

FIGURE 20 : UTILISATION DE LA LOI FISCALE



Comme on l'a vu, dans la première partie du rapport, des travaux récents ⁽¹⁾ mettent en évidence l'impact de la fiscalité sur la composition du portefeuille optimal (tableau 23) :

TABLEAU 23 : IMPACT DE LA FISCALITÉ SUR LE PORTEFEUILLE OPTIMAL

	I	ii	iii	Iv	Vi	vii	Viii	Ix	x
Aversion au risque	Forte ($\gamma = 7$)			Moyenne ($\gamma = 4$)				Faible ($\gamma = 1$)	
Fiscalité	Neutre	Effective		neutre	Effective			Neutre	effective
Abattement assurance-vie		Non	Oui		Non	Non	Oui		Non
Taille du portefeuille	Faible	Faible	Faible		Faible	1 milliard d'euros	1 milliard d'euros		1 milliard d'euros
PEA	14 %	14 %	14 %	32 %	29 %	13 %	13 %	100 %	13 %
Contrats en Euro	27 %	11 %	21 %	24 %	20 %	12 %	27 %	0 %	0 %
Contrats UC	43 %	27 %	28 %	43 %	51 %	60 %	50 %	0 %	53 %
Livret A	16 %	47 %	37 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Actions hors PEA	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	15 %	10 %	0 %	34 %
Rendement brut théorique	6,0 %	4,7 %	5,1 %	7,1 %	7,2 %	7,3 %	7,0 %	9,0 %	8,0 %
Rendement net théorique	5,1 %	4,4 %	4,6 %	6,1 %	6,4 %	6,5 %	6,2 %	7,7 %	7 %
Volatilité	8,2 %	5,8 %	6,3 %	11 %	11,2 %	11,2 %	10,4 %	15 %	14 %
Part en actions	42 %	31 %	33 %	60 %	60 %	63 %	55 %	100 %	76 %

Source : DGTPE, 2005

Ainsi, si l'on tient compte de l'impact fiscal, le taux de détention d'actions dans un portefeuille optimal diminue dans la majeure partie des cas.

(1) Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne, DGTPE, décembre 2005.

L'étude met en évidence que :

– les épargnants **averses au risque** sont incités, du fait de la fiscalité, à détenir moins d'actions, et à détenir deux fois trop de liquidités par rapport à un portefeuille optimal (comparaison des colonnes i et iii du tableau) ;

– les épargnants **peu averses au risque** sont conduits, sous l'influence de la fiscalité, à saturer leur PEA jusqu'au plafond, puis à se reporter sur des contrats d'assurance-vie en unités de compte relativement peu diversifiés en actions tout en cherchant à bénéficier des abattements de certains contrats. Au-delà, la fiscalité devient relativement dissuasive et le conduit à détenir, en sus de ces produits, une moindre proportion d'actions (comparaison des colonnes iv et viii).

Une étude complémentaire (*in* Séjourné) sur les détenteurs d'actions effectuées par Aubier *et alii* (2005) ⁽¹⁾ montre que :

– « *pour les individus présentant une forte aversion pour le risque ou une aversion moyenne mais un portefeuille financier de « petite taille », la structure de la fiscalité française incite à ne pas détenir d'actions en dehors du PEA ;*

– *les épargnants qui présentent une forte aversion pour le risque sont incités à surpondérer leurs liquidités défiscalisées (type livret A). C'est bien la défiscalisation de l'actif sans risque qui tient ici un rôle crucial, mais cette surpondération disparaît si l'aversion pour le risque est moyenne ou faible. Il y a donc combinaison des critères d'aversion pour le risque, dont on considère généralement qu'elle est relativement forte, et de fiscalité. »*

B.– LA COMPLEXITÉ DE LA LÉGISLATION ET QUELQUEFOIS SON INCOHÉRENCE

Dans le cadre des auditions comme dans celui des questions ouvertes, le mot qui revient systématiquement est le « **manque de lisibilité** ». Comme mentionné en introduction de cette partie, les personnes interrogées ont toutes fait ressortir la nécessité d'une « **stratégie claire** » qui éviterait certaines incohérences et une mauvaise perception de la législation.

1.– Des exemples d'incohérence

Les principaux exemples d'incohérence cités par les auditionnés concernent :

– l'épargne salariale bloquée dans l'entreprise puis soudain rendue liquide pour relancer « la consommation » paraît être une mesure totalement incompréhensible, d'autant plus que, lors du précédent débloqué en 2005, seule une partie a été affectée à la consommation ; les deux tiers des fonds étant utilisés

(1) Aubier, MM. Cherbonnier F. et Turquety D, « *Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne* ». Diagnostics, Prévisions et Analyses Economiques, n° 92, décembre 2005.

pour moitié à rembourser les emprunts et, pour l'autre moitié, soit réinvestie dans l'entreprise pour bénéficier d'un nouvel abondement, soit placée en assurance vie.

– le prélèvement libératoire est également incohérent et pénalisant, dans la mesure où :

– pour les obligations, l'option est libre à partir d'un niveau délimité par le détenteur du titre,

– pour les actions, l'option est déterminée à l'avance : c'est tout ou rien.

– le PERP est aujourd'hui souscrit par des investisseurs modestes, c'est-à-dire ne pouvant pas profiter de l'avantage fiscal prévu.

– la plupart des expatriés n'ont pas le droit de souscrire aux produits financiers (assurance vie par exemple). De ce fait, ce marché est capté par les autres pays européens.

Comme déjà mentionné, les auditionnés ne comprennent pas le cadre actuel de la rémunération des livrets d'épargne. Un effort fiscal serait nécessaire sur un engagement à très long terme, de type PERP, dans la mesure où l'investissement dans ce type de produit « **interdit une consommation immédiate** ».

Il est ou serait normal selon eux de ne pas être imposé sur les revenus investis dans ce produit.

Lors de nos entretiens, les responsables de l'administration ont reconnu la nécessité d'une plus grande simplicité. Ils ont admis que l'empilage actuel des lois fiscales rendait impossible toute simplification.

Enfin, l'épargne n'est abordée que sous l'angle de la fiscalité. Il manquerait une véritable « **loi structurante de l'épargne** ».

2.– Les craintes liées à l'application de la directive MIF

La directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, dite directive MIF, a été transposée dans le droit français par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 ratifiée dans le cadre de la loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économiques et financiers.

Ces dispositions sont applicables en France et dans l'ensemble de la Communauté européenne depuis le 1^{er} novembre 2007. En harmonisant l'organisation des marchés sur lesquels sont négociés les instruments financiers et dont les acteurs sont les PSI (Prestataires de Services d'Investissement) ⁽¹⁾, cette

(1) C'est-à-dire banques, établissements financiers et entreprises spécialisées dans les services financiers.

directive MIF parachève l'ouvrage du Plan d'action pour les services financiers (PASF) lancé en juin 1999 par la Commission européenne. Elle constitue le « pyramidion » d'un des plus gros dossiers de la cinquième législature du Parlement européen (1999–2004).

Cette directive qui se substitue à la directive 93/39 du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement, dite directive DSI ⁽¹⁾, est à la fois novatrice et ambitieuse dans la mesure où elle élabore un nouveau cadre concurrentiel de négociation et de commercialisation des instruments financiers.

Il peut être craint que les épargnants français ne se classent ou ne soient classés spontanément dans la catégorie des investisseurs « **prudents** » et, de ce fait, évitent de se tourner vers les produits qualifiés de « dynamiques » pour signifier l'importance de leur exposition au risque. Dans cette perspective l'épargnant continuerait de choisir des produits peu risqués et n'investirait finalement guère plus sur le long terme et les valeurs mobilières contribuant au financement de l'économie.

Indirectement la directive MIF, transférant une partie de la responsabilité sur le prestataire de services financiers (qui a désormais l'obligation de fournir un conseil approprié au profil de son client), pourrait partiellement compenser la passivité de ce dernier en l'informant mieux et le guidant voire le convainquant ⁽²⁾ au travers d'une relation de confiance et de qualité.

Mais les établissements financiers qui gèrent les clients de détail pourraient, pour des raisons économiques et de rentabilité, opter pour un conseil *a minima* et réserver la commercialisation des produits financiers à une clientèle aisée traitée dans un segment de gestion de fortune ou de patrimoine. La directive MIF, dans une vision négative, pourrait conduire à une attitude « tout sécuritaire » commune à l'épargnant et aux prestataires de service.

Cette opinion est loin d'être partagée par les acteurs qui attendent du passeport européen, permettant à un PSI agréé dans un État européen la possibilité de s'engager dans tous les autres, l'apparition d'une nouvelle offre de produits européens très concurrentielle.

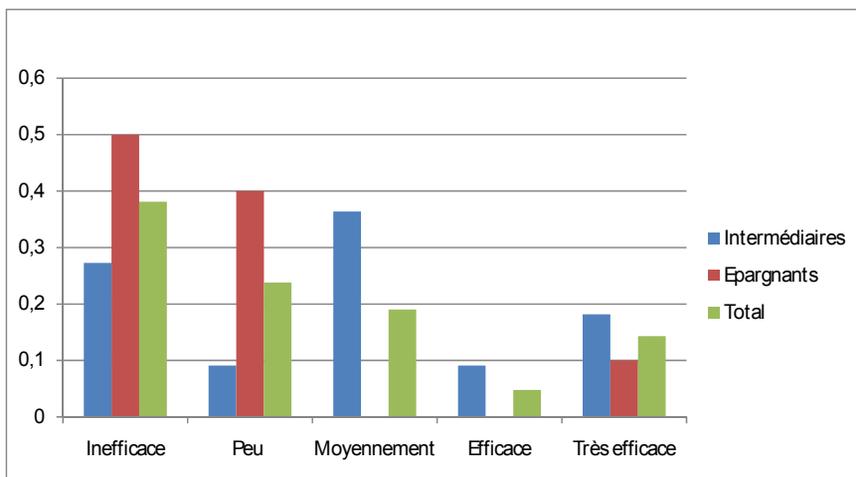
En conclusion, la directive MIF est perçue comme « **trop complexe** » par certains intermédiaires et surtout par les épargnants interrogés, comme le montre la figure 21, qui jugent la directive MIF très majoritairement inefficace.

On peut penser que ces résultats sont liés au peu de recul des épargnants sur la mise en application de la directive MIF.

(1) Transposée dans le droit français en 1996 et 2004.

(2) En jouant sur la perception positive du mot « dynamique » par exemple.

FIGURE 21 : PERCEPTION DE LA DIRECTIVE MIF PAR LES AUDITIONNÉS



3.- Les conséquences

Pour conclure cette partie, pour de nombreux intermédiaires la complexité de la législation entraîne une mauvaise allocation de l'épargne qui se traduit par :

– une crise qui fragilise les banques, due également à la crise des *subprimes*. En effet, d'un point de vue intermédiation, la mort du PER et la fiscalisation du PEL et le mouvement de capitaux qui en a suivi, obligent les banques à rechercher un nouveau produit bilanciel long ;

– des participations importantes de capitaux étrangers dans le capital des sociétés du CAC 40 (on peut penser ici que l'allocation de l'épargne ne soit pas seule mise en cause) ;

– une activité trop réduite de la place financière de Paris affectant l'image de compétence locale et remettant en cause le bassin d'épargne ;

– un investissement dans des produits de taux via l'assurance vie pourtant aidé par une fiscalité favorable.

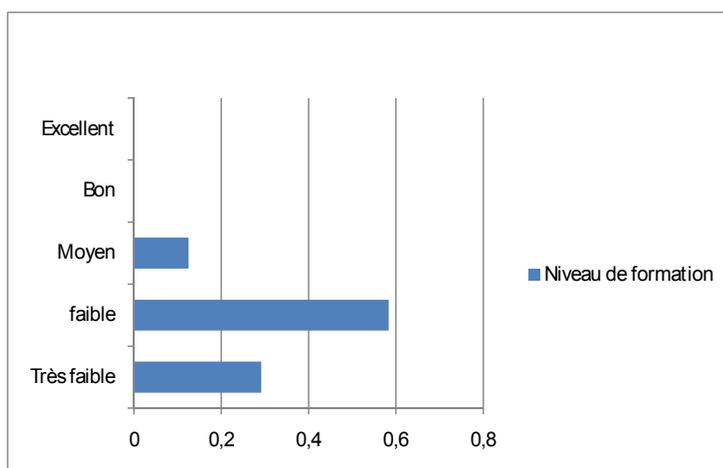
Enfin, au niveau européen, la législation applicable aux sociétés d'assurances françaises, confortée par l'inexistence de fonds de pension, pose le problème de la couverture du risque. Solvency 2 est perçu comme un frein pour les assureurs et pour le développement de certains produits comme l'assurance vie en UC.

C.- LE MANQUE DE CULTURE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DES ÉPARGNANTS

Un autre constat qui fait l'unanimité est le « **manque de culture financière** » de la population française.

Le niveau de formation est jugé comme étant très faible (figure 22) et même lorsqu'un effort de formation est perçu, par les intermédiaires notamment, il est immédiatement annihilé par le développement de la sophistication des produits.

FIGURE 22 : NIVEAU DE FORMATION DE L'ÉPARGNANT



Ces constats sont à rapprocher des différentes études menées par l'Autorité des marchés financiers (AMF), d'une part et la Caisse Nationale du Crédit Agricole d'autre part.

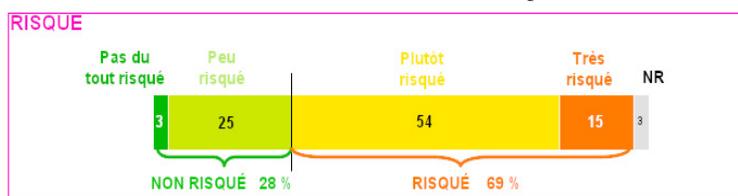
À la suite d'une enquête ⁽¹⁾ par sondage, l'AMF a fait paraître une étude sur l'éducation financière des Français tendant à la fois à apprécier leur perception de l'univers des placements financiers et leur niveau de connaissance dans ce domaine. Les constats de ces études sont repris ci-dessous.

• Un univers risqué, peu rentable, complexe et réservé aux initiés

Plus des deux tiers des Français estimaient qu'investir son argent dans des placements financiers (actions, obligations, assurance vie, SICAV) était risqué (figure 23). Parallèlement, 49 % d'entre eux estimaient que ces placements n'étaient pas rentables (figure 24).

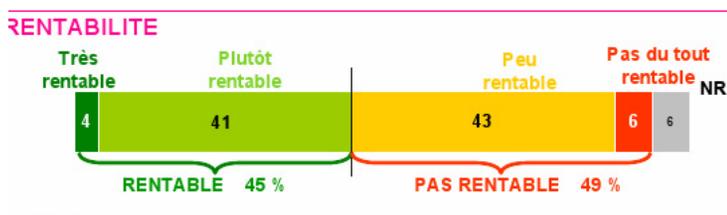
(1) L'éducation financière des Français, étude réalisée par TNS Sofres entre le 4 et le 8 octobre 2004 pour l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

FIGURE 23 : PERCEPTION DU RISQUE



Sources AMF – TNS Sofres

FIGURE 24 : PERCEPTION DE LA RENTABILITÉ



Sources AMF – TNS Sofres

Par ailleurs comme le montre la figure 25, ces placements sont perçus comme à la fois comme réservés à des initiés (50 %) et plus encore, complexes (69 %).

FIGURE 25 : PERCEPTION DE LA COMPLEXITÉ



Sources AMF – TNS Sofres

• **Un faible niveau de connaissances économiques constaté au sein de toute la population**

Si 27 % des Français estiment avoir des connaissances en finances, les femmes, les jeunes, les ouvriers et les personnes non détentrices de valeurs mobilières déclarent quant à eux, à près de 80 %, ne pas s’y connaître. Même les détenteurs de valeurs mobilières ne se sentent pas tous à l’aise tant sur les produits financiers (en particulier les SICAV et FCP) que sur les marchés financiers. Ils distinguent mal les différents marchés et leurs réglementations. Il en est de même en matière de rentabilité des choix des placements et d’exécution d’actes sur les marchés boursiers.

Un questionnaire a confirmé la faiblesse des connaissances ; la définition des dividendes étant la seule reconnue par plus de 60 % des personnes. 20 % des personnes se sont révélées incapables d’apporter une réponse juste. La moyenne

est de 1,7 bonne réponse sur 4. Bien que cette connaissance s'élève avec le niveau d'études, les titulaires d'un diplôme de second ou troisième cycle ne totalisent que 2,4 bonnes réponses sur 4.

Ce manque de connaissance financière nuit dans de nombreuses situations : ainsi plus de 74 % jugent leurs connaissances insuffisantes pour lire la presse financière et presque 60 % pour évaluer, choisir, discuter d'un placement financier, de son risque et de sa rentabilité.

• Des épargnants qui ne sont pas autonomes dans leurs choix

Logiquement, après l'insuffisance de ressources pour expliquer leur non détention de placements financiers (65 %), le sentiment d'être dépassé et le manque de confiance (21 % et 16 %) caractérisent les ménages français. Ils se tournent vers le banquier ou le conseiller financier qui est considéré comme le premier interlocuteur en mesure de les familiariser avec l'univers financier. La presse généraliste et l'entourage viennent ensuite. Même pour les détenteurs de placement la presse spécialisée est une source moyenne alors que le recours au banquier comme principal conseiller financier s'affirme de manière écrasante (76 %). Et si la pratique de la mise en concurrence est courante pour la souscription d'un prêt bancaire, elle est très faiblement pratiquée pour les placements financiers.

• Des épargnants volontiers demandeurs d'une formation adaptée

82 % des Français considèrent comme pertinente la mise en place d'une formation financière dès le second degré de l'enseignement alors qu'un adulte sur trois serait disposé à suivre une formation financière de quelques jours ; ces formations pouvant être dispensées par les banques (65 %), les universités (48 %) et les organismes publics (AMF, Banque de France et Ministère des finances). La demande porte essentiellement sur une formation en général et sur une formation pratique sur les produits financiers.

• Des constats partagés par la population jeune

La Fédération nationale des caisses d'épargne, également engagée à l'instar d'autres établissements dans une démarche de sensibilisation des Français aux questions d'argent, a réalisé une étude sur « *Les jeunes et la Bourse* »⁽¹⁾. Cette étude portait sur une population de jeunes de 15 à 24 ans, presque par définition non détenteurs de titres financiers (à 86 %).

Il ressort que seuls 6 % d'entre eux placeraient 1 000 euros sur un placement risqué, 1 sur trois sur un placement sécurisé et la grande majorité d'entre eux opterait pour un placement « raisonnablement », arbitré. Tout en considérant la Bourse comme un instrument de financement des entreprises, d'apprentissage de la vie économique et de responsabilisation devant l'argent, ils

(1) *Études et Analyses* n° 15 – avril 2004.

ne l'appréhendent pas comme un bon moyen d'épargne. Et ils jugent moins la Bourse « réservée aux riches » qu'un « sport » réservé aux initiés (62 % d'entre eux).

Plus de deux tiers d'entre eux s'estiment également mal informés sur son fonctionnement, et nombre d'entre eux expriment le souhait d'en savoir plus avec l'aide de l'école, des banques et de la presse.

Les acteurs du secteur financier sont conscients de la nécessité d'améliorer le niveau de culture financière des épargnants afin qu'ils disposent des connaissances leur permettant de comprendre les produits et de poser les bonnes questions à leurs intermédiaires pour éviter qu'ils n'achètent des produits inadaptés. Répandre la culture financière permettrait d'éviter que les placements financiers ne restent l'apanage d'une clientèle avertie ou fortunée conseillée par des professionnels.

Concernant la soit disant difficulté pour accéder à la culture financière, il est intéressant de signaler qu'en 1876, dans l'ouvrage destiné aux écoles primaires ⁽¹⁾, une partie des mathématiques financières, aujourd'hui étudiée dans le cadre de l'enseignement supérieur, faisait partie du programme enseigné.

Il semblerait en fait qu'il y ait confusion entre culture financière et information véhiculée par les données boursières.

D.- LES CRITÈRES DE SÉLECTION DES ÉPARGNANTS ET INTERMÉDIAIRES

On a donc cherché dans un premier temps à faire ressortir les critères de sélection permettant d'analyser les priorités des épargnants et des intermédiaires.

Ces variables seront reprises dans l'analyse des grilles de décision (partie 3), afin de voir si l'on peut anticiper les mouvements de capitaux à partir de ces variables.

La détermination de ces variables a été réalisée à partir de 2 questions, l'une ouverte et l'autre fermée :

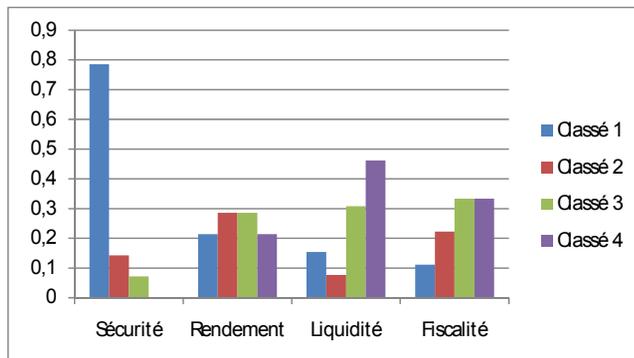
– la question ouverte, demandait aux interviewés de citer par ordre de préférence au moins 4 critères de choix d'un placement ?

Spontanément et pour 78 % des interviewés, « **la sécurité** » est classée comme étant la variable essentielle d'un investissement (figure 26). Une étude des réponses ouvertes permet de définir la sécurité par la notion de « garantie du capital ».

(1) *La première année d'arithmétique*, M.P. Leyssenne, 9^{ème} édition, librairie classique Armand Collin et Cie, 1876.

Viennent ensuite, chronologiquement, le rendement, la liquidité assimilée au temps de mobilisation ⁽¹⁾ et la fiscalité.

FIGURE 26 : CRITÈRES DE SÉLECTION (*)



(*) La figure se lit comme suit : ont été classés premiers, la sécurité (dans 78 % des cas), puis le rendement (14 %) et enfin la liquidité (8 %). La fiscalité est une variable n'apparaissant jamais en première position.

– la question fermée consistait à faire classer par ordre d'importance huit variables couramment utilisées dans le cadre de la définition des valeurs mobilières (figure 27). Ce classement a été réalisé à partir de cumulés. Par exemple, pour classer la variable arrivée en 2^{ème} position dans les choix, on a comparé le classement des sept variables restantes citées 1^{ère} et 2^{ème}.

On peut résumer les résultats (tableau 24) comme suit :

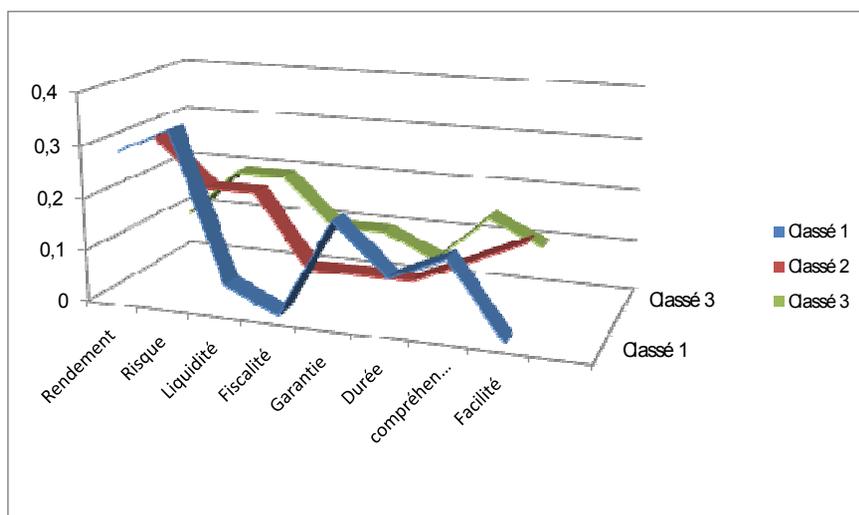
TABLEAU 24 : CLASSEMENT PROVOQUÉ DES VARIABLES

Variables	Classement
Rendement	1
Risque	2
Liquidité	3
Fiscalité	4
Garantie du capital	5
Compréhension	6
Durée de placement	7
Facilité de sortie	8

Nous reviendrons dans la troisième partie du rapport sur l'analyse de ces résultats et sur les contradictions des résultats des différentes questions. On retrouve ici un classement relativement classique des principaux critères de sélection des valeurs mobilières, avec une variable rendement/risque dominante.

(1) La notion d'illiquidité ou de liquidité peut être liée aux caractéristiques du produit, comme par exemple la fiscalité pénalisant une sortie anticipée, alors que le produit reste liquide en tant que tel.

FIGURE 27 : EXTRAIT DU CLASSEMENT DES VARIABLES



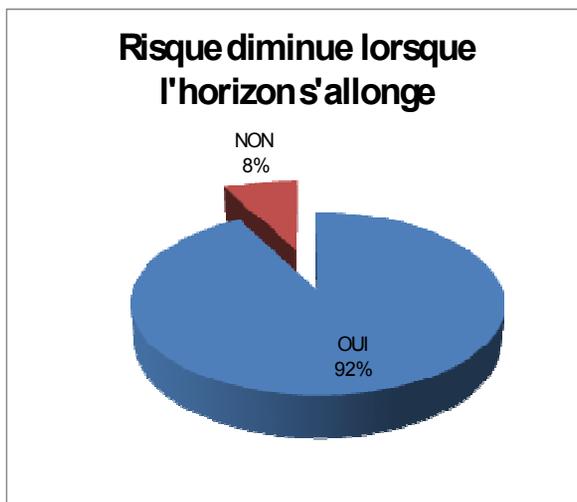
Deux sujets très importants (liés entre eux) ont été soulevés : celui du **risque** et celui du **temps**.

Concernant le risque inhérent aux produits, la nécessité de développer une culture du risque est apparue nécessaire et urgente lors des entretiens, même pour ceux détenant des titres en direct. Dans le cadre d'une enquête Sofres pour le compte de la Banque de France, COB, SBF-Bourse de Paris en 1996, le nombre moyen de lignes s'élevait à 6 alors qu'il fallait une vingtaine de titres différents pour faire disparaître de risque spécifique. Du fait de la volatilité du marché, le nombre de titre devant être détenu est aujourd'hui d'une cinquantaine.

Dans notre enquête, nous avons testé la diversification temporelle ⁽¹⁾. À la question, « À votre avis, le risque supporté par l'actionnaire est-il plus faible lorsque l'horizon d'investissement s'allonge ? », les auditionnées ont répondu à 92 % par l'affirmative (figure 28) percevant ainsi cette notion de diversification temporelle.

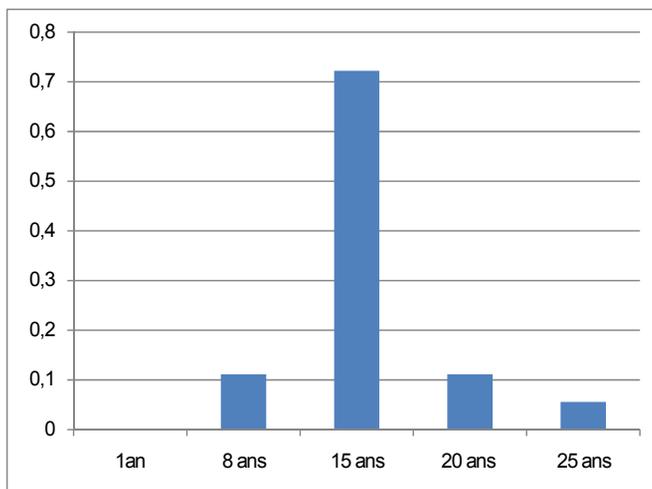
(1) La diversification temporelle repose sur l'idée que le risque supporté par l'actionnaire est d'autant plus faible que l'horizon d'investissement est long.

FIGURE 28 : RISQUE ET HORIZON



En complément à cette réponse, a été posée une question portant sur la durée au-delà laquelle la probabilité d'avoir un gain (ou de ne pas perdre de capital) devrait être de 100 %. Les résultats (figure 29) montrent que l'horizon se situe à 15 ans, à rapprocher des durées moyennes de contrat d'assurance vie qui se situent entre 8 et 15 ans.

FIGURE 29 : DURÉE DE DÉTENTION



Cette répartition est à comparer à l'étude faite par l'INSEE (tableau 25) selon laquelle, par exemple, sur cinq ans, les actions rapportent en moyenne 4 % par an, avec une probabilité de réaliser un gain que de 66,3 %. Ces estimations ont été calculées sur des périodes glissantes, c'est-à-dire que la moyenne et l'écart-type sont obtenus à partir de la série des performances calculées sur une période de 5 ans commençant à la fin de chaque année, de 1913 à 1995.

TABLEAU 25 : ESPÉRANCE DE GAINS ET VARIABILITÉ DES PERFORMANCES DES TROIS ACTIFS

(en %)

		1 an	5 ans	10 ans	30 ans
Actions	Espérance de gain (moyenne des performances)	4,0	4,0	4,0	3,0
	Variabilité (écart-type des performances)	22,8	11,4	7,1	2,4
	Probabilité de réaliser un gain	55,2	66,3	67,9	87,9
Obligations	Espérance de gain (moyenne des performances)	-1,0	-0,8	-0,6	-1,9
	Variabilité (écart-type des performances)	13,8	11,0	9,2	5,1
	Probabilité de réaliser un gain	57,5	63,9	70,5	41,4
Or	Espérance de gain (moyenne des performances)	0,1	0,4	0,5	0,5
	Variabilité (écart-type des performances)	18,9	9,1	6,9	2,6
	Probabilité de réaliser un gain	49,4	45,8	51,3	56,9

Source Insee Première n° 827, février 2002

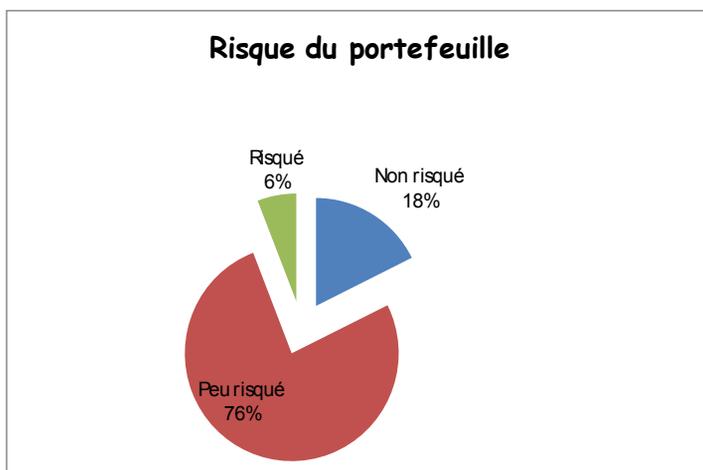
La même analyse réalisée par l'Association Française de Gestion (AFG) confirme elle aussi ce constat (tableau 26). Sur la période 1969–2001 elle fait apparaître que c'est entre 15 et 20 ans que l'on fait disparaître le risque de perte en capital et que la probabilité de gain en capital 100 %.

TABLEAU 26 : ESPÉRANCE DE GAINS (données corrigées de l'inflation)

	1 an	8 ans	15 ans	20 ans	30 ans
Rendement moyen annualisé	5,1 %	5,2 %	6,6 %	7,2 %	5,7 %
- dont gain maximal	(+ 82 %)	(+ 20 %)	(+ 13 %)	(+ 13 %)	(+ 7,3 %)
- dont perte maximale	(- 50 %)	(- 12%)	(- 1,6%)	(+ 2,9%)	(+ 3,0%)
Amplitude (Gain-Perte)	132 %	32,0 %	14,9 %	10,1 %	4,3 %
Probabilité de gain	58 %	76 %	95 %	100 %	100 %

Comme le montre la figure 30, les portefeuilles des épargnants sont jugés par les auditionnés comme investis sur des produits non risqués (il n'est pas question ici de diversification de portefeuille).

FIGURE 30 : RISQUE DES PORTEFEUILLES DÉTENUS



Ces portefeuilles sont stables dans le temps et peu movimentés (86 % des interviewés considèrent que les portefeuilles sont peu régulièrement réaménagés) comme le montre le résultat du questionnaire (figure 31) et l'enquête menée pour Nyse-Euronext par TNS Sofres en novembre 2007 (tableau 27).

FIGURE 31 : RÉAMÉNAGEMENT DES PORTEFEUILLES

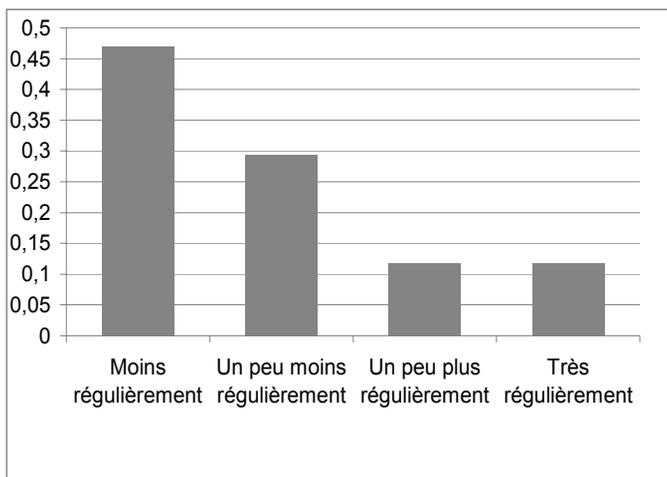


TABLEAU 27 : NOMBRE D'OPÉRATIONS SUR LES 12 ET 6 DERNIERS MOIS

(Univers : actionnaires individuels)	12 derniers mois				6 derniers mois			
	Mai 2004	Mars 2005	Mars 2006	Mars 2007	Mai 2004	Mars 2005	Mars 2006	Mars 2007
Aucune opération	46 %	30 %	23 %	26 %	53 %	32 %	29 %	31 %
« Au moins une opération »	27 %	31 %	38 %	40 %	20 %	24 %	28 %	29 %
1 à 2 opérations	12 %	13 %	18 %	18 %	11 %	13 %	16 %	15 %
3 opérations et plus	15 %	18 %	20 %	22 %	9 %	11 %	12 %	14 %
Non réponse	28 %	39 %	39 %	34 %	28 %	44 %	43 %	40 %

Source : TNS Sofres, novembre 2007.

Comme votre Rapporteur l'a fait remarquer dans la première partie du présent rapport, la prise de risque des ménages se fait via les supports en unités de compte : les statistiques de la Banque de France mettent en évidence que le flux net de placement des ménages en obligations, actions cotées et OPCVM généraux a été nul entre juin 2006 et juin 2007.

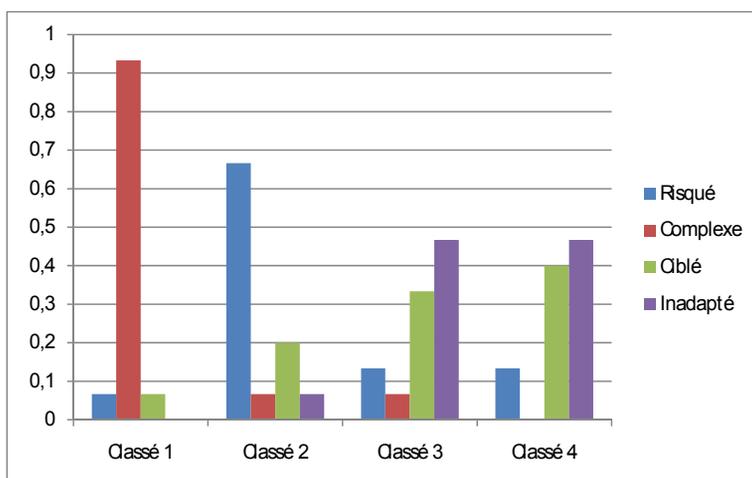
Ce sont donc bien les supports en unités de compte qui constituent le vecteur de prise de risque des ménages. Sur les dix dernières années, ces supports ont représenté 70 % de l'épargne à risque des ménages.

E.- LA COMPLEXITÉ DES PRODUITS

Pour les auditionnés, le marché des produits financiers est « **un marché d’offre et non de demande** ». De ce fait, « un excès d’information, rendrait l’offre sur les produits, complexe et incompréhensible pour les épargnants ».

Une majorité des interviewés serait favorable à une diminution du nombre de famille de produits financiers et, d’un point de vue fiscal, à la mise en place d’un avantage proportionnel, à la fois à la durée de détention et à l’exposition au risque. À la question, classée par ordre d’importance, les quatre freins suivants, les produits sont trop risqués, trop complexes, trop ciblés ou inadaptés, les résultats obtenus (figure 32) mettent l’accent, sans ambiguïté, sur la complexité croissante des produits.

FIGURE 32 : PRINCIPAUX FREINS AU DÉVELOPPEMENT DES PRODUITS



Par ailleurs, il semblerait qu’il existe de vrais problèmes sur certains produits structurés, trop complexes et dont le rendement annoncé ne correspond pas au risque encouru.

Pour favoriser l’épargne longue, l’ensemble des intermédiaires financiers pense qu’il faudrait, pour une même famille de produit, une espérance de rendement proportionnelle à la durée.

Très mal initiés et formés, réticents à la finance, ayant une méconnaissance totale de l’exposition au risque et une forte aversion à celui-ci, les épargnants sont confrontés à une information de fait, trop importante, ésotérique et souvent non lue et encore moins comprise.

De plus, il semblerait que le contrôle de l’information ait été plus orienté, ces dernières années, sur le **formalisme des notes** que sur les **problèmes de fonds**. Tel est le constat sans appel des auditionnés.

F.– LE CHIFFRAGE DES MESURES

Selon les représentants de l'administration auditionnés, le chiffrage des mesures est difficile à réaliser et cette difficulté est essentiellement liée, pour eux, à la collecte de données. Les « hypothèses sont prises assez aléatoirement ».

Selon eux, on peut appréhender les mouvements (aspects qualitatifs) mais il est très difficile d'apprécier l'ampleur de ceux-ci et les hypothèses de substitution étudiées ont un caractère « massif ». Par ailleurs, L'ampleur des mouvements dépend aussi des comportements des distributeurs et commerciaux.

On a pu constater que si les mesures sont approchées en termes de coût, l'aspect positif ou négatif économique (y compris la recette fiscale) n'est pas du tout pris en compte. Par exemple, l'avantage fiscal permettant des économies d'énergie n'est abordé que sous l'aspect coûts budgétaires et non globalement, c'est-à-dire incluant les effets induits sur le marché, sur son aspect fiscal, notamment recettes supplémentaires de TVA et d'IS, et sur son aspect social.

Enfin, des exemples de décisions fiscales abordés lors des entretiens laissent supposer une approche paradoxalement non financière. La modification de la fiscalité du PEL, par exemple, est abordée comme « un versement anticipé et non un coût supplémentaire ». Cela ignore la réalité du coût des capitaux, essentielle en finance.

Même les autres intervenants ne réalisent que très occasionnellement des études d'impact ex-ante et même leur contrôle ex-post.

Pour conclure, il semblerait qu'aucune approche économique ne soit prise en compte pour le chiffrage des mesures qui devient, de ce fait, qu'un « **relevé comptable de coûts** ».

G.– LA CONCERTATION

Selon la Direction de la législation fiscale, l'épargnant n'est jamais consulté par l'administration car il manque de représentation structurée.

Trois questions ont été posées concernant les relations avec l'administration fiscale, portant sur son formalisme et sur son caractère systématique ou occasionnel. À la question, la concertation en amont de la loi fiscale est-elle : peu formalisée à très formalisée, les deux tiers des réponses considèrent qu'elle n'est pas assez formalisée (figure 33) et pas assez systématique (figure 34) :

FIGURE 33 : CONCERTATION EN AMONT DE LA LOI FISCALE

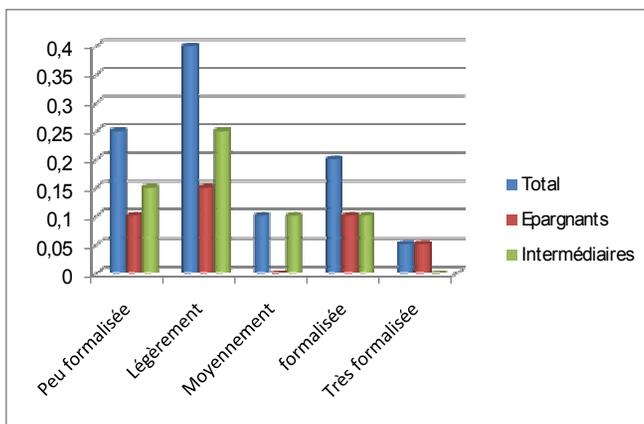
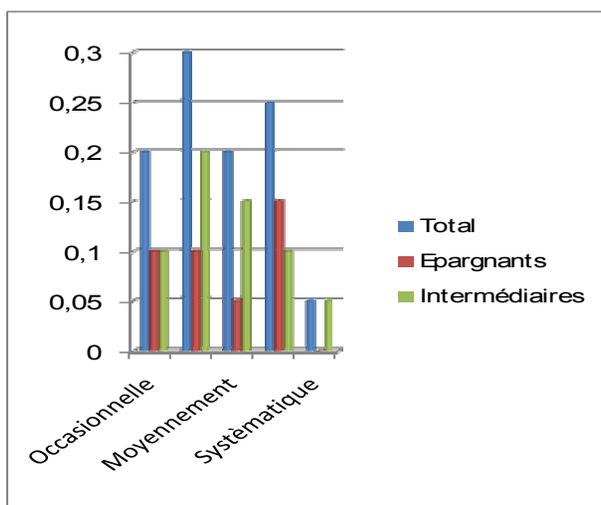


FIGURE 34 : PÉRIODICITÉ DE LA CONCERTATION



Par contre, les consultations État-Fédérations professionnelles semblent, d'après les auditions, bien fonctionner.

H.- LA COHÉRENCE DES DÉCISIONS DES INTERVENANTS

L'analyse des auditions et des questionnaires a révélé, à plusieurs reprises, des incohérences sur le processus de décision des intervenants sur le marché.

Concernant les retraites, les auditions et les questionnaires ont conforté les résultats de plusieurs enquêtes ⁽¹⁾, en faisant ressortir que l'épargnant français

(1) Par exemple, les différentes enquêtes de Fidéliy.

pense que c'est à l'État (qui est là pour protéger) et/ou aux entreprises à prendre en charge la gestion de ces dernières.

Le temps de l'utilisation de l'épargne par les Français pour leur retraite ne semble pas encore intégré dans le processus de décision.

Une enquête menée pour « Le cercle des épargnants » en 2008, est intéressante à ce sujet.

Elle fait ressortir, entre autres :

– qu'avec la crainte d'une défaillance du financement des retraites par l'État, l'entreprise apparaît comme une forme de recours ;

– que les Français ont déconnecté les notions d'allongement de la durée de cotisation et du recul de l'âge légal de départ à la retraite ;

– que la notion même de retraite par capitalisation est de plus en plus mal perçue.

Concernant la rémunération, les épargnants français, totalement averses au risque, ne relient pas les concepts de rendement et de risque. Certaines remarques dans les questions ouvertes du questionnaire laissent penser qu'ils perçoivent la rémunération du livret A, par exemple, comme faible ou juste acceptable.

I.– LES COÛTS D'INTERMÉDIATION

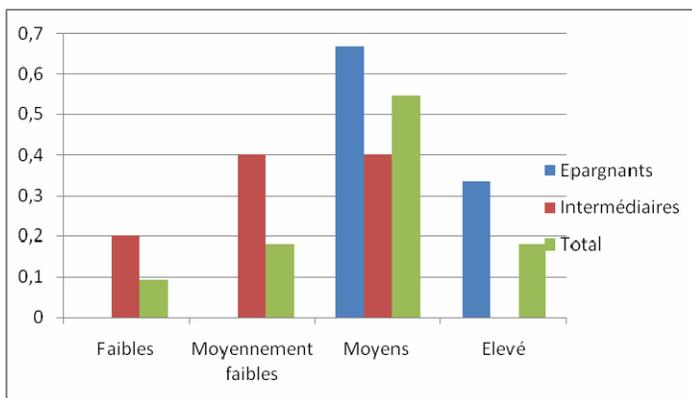
L'influence des coûts de transaction sur les opérations d'achat, de vente ou sur l'inertie des investisseurs, a fait l'objet d'une importante littérature reprise notamment par Séjourné B [2007] ⁽¹⁾. Pour résumer, les conclusions des travaux [Leland, 1999] font apparaître d'une part que l'investisseur rationnel devrait avoir tendance à conserver à l'identique son portefeuille d'actifs ⁽²⁾ (*no trade region*) au-delà de l'horizon qui serait le sien en absence de coûts et d'autre part que les coûts variables contribuent à « figer le partage de la richesse entre le portefeuille d'actifs risqués et l'actif sans risqué » [Constantidines 1986].

Il est donc très important de mesurer la perception sur les coûts car elle peut faire apparaître un frein aux interventions sur le marché. Les résultats des auditions et des questionnaires sont contrastés et dépendent essentiellement du type d'intervenant (figure 35).

(1) Séjourné B, « Pourquoi le comportement des épargnants français est-il si peu conforme à la théorie traditionnelle du portefeuille ? », Les cahiers scientifiques N°1, 2007, AMF

(2) Pour Séjourné [2007] « Les investisseurs n'effectuent des opérations d'achat ou de vente que lorsque le bénéfice marginal qu'ils en retirent est supérieur au coût marginal de l'opération ».

FIGURE 35 : COÛTS D'INTERMÉDIATION

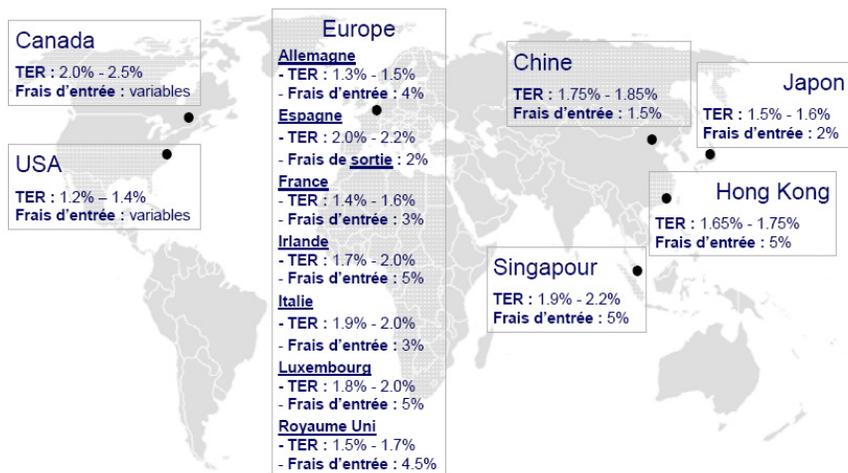


Pour les épargnants ou leurs représentants, les coûts d'intermédiation sont importants et devraient augmenter dans le temps.

Pour les intermédiaires, les coûts d'intermédiation sont très faibles en France notamment par rapport aux autres pays européens. Ils font ressortir une évolution dans le temps de la répartition entre les commissions et les marges : dans le passé, la rémunération était liée à la marge tandis qu'aujourd'hui l'essentiel des coûts réside dans la commission. On s'aperçoit, à la lecture de la figure 36, que les frais de gestion appliqués en France sont dans la moyenne mondiale.

FIGURE 36 : FRAIS DE GESTION

Frais de gestion*: niveaux "typiques"



* Les TER (Total Expense Ratios) sont des mesures harmonisées des frais de gestion. Voir également : Khorana, Servaes, *Mutual Fund Fees Around the World* (mai 2006)

Source : Lipper Fitzrovia.

J.– CONCLUSION DES AUDITIONS

Différentes recommandations ont été faites par les auditionnés, soit dans le cadre des auditions, soit par contribution écrite.

Votre Rapporteur reprend ici celles qui paraissent les mieux argumentées :

– Étudier si le marché (la cible) peut absorber l'éventuel afflux de capitaux pour ne pas retomber, par exemple dans le cas des FCPI DOM–TOM.

– Faire attention au contournement éventuel de la loi ou le corriger (fonds actions qui bénéficient d'un abattement fiscal « swapé » pour faire disparaître le risque).

– Faire en sorte que les avantages fiscaux octroyés soient proportionnels aux risques encourus et non confisqués par l'intermédiaire (complexité masquée).

– Utiliser une partie des fonds issus des pénalités infligées par l'AMF à des fins de formation à la finance.

– Intégrer dans les produits type PERP, une notion d'assurance contre la dépendance et, bien que la rente soit indispensable, permettre une sortie sur une quote-part en capital.

– Concernant l'assurance vie, poursuivre la dégressivité au-delà de 8 ans et augmenter le seuil de l'âge de 70 à 75 ans.

– Développer l'épargne longue (supérieure à 8 ans) et créer un produit de maturité de 10 ans avec sortie en capital et un autre plus long avec sortie en rente.

– Créer un taux de l'impôt sur les sociétés (IS) réduit sur les bénéfices capitalisés dans l'entreprise pour valoriser le placement dans les entreprises non cotées.

TROISIÈME PARTIE : LES GRILLES D'ANALYSE

L'objectif de cette partie est d'aboutir à la création d'une grille d'aide à la décision permettant la visualisation des effets que pourrait avoir une modification de la législation sur le mouvement de capitaux.

Essentiellement qualitative, bien que s'appuyant sur des données quantitatives, elle se fonde sur les variables perçues comme essentielles par les investisseurs et les intermédiaires.

Dans une première approche, on a classé les produits par catégorie, classement important du fait même qu'une modification de la législation peut avoir comme effet de **muter** un produit d'une catégorie vers l'autre.

La deuxième approche de l'analyse permet, à partir d'une fiche de lecture, de faire le point sur chaque produit des différentes catégories (annexe 5). Chaque fiche répertorie les caractéristiques propres du produit, son volume, les produits que l'on peut lui substituer et éventuellement « les anomalies » qui y sont liées.

La troisième approche permet de classer chaque produit par rapport à l'importance des variables tirées de l'analyse réalisée dans la deuxième partie ; il a été fait une nuance entre ce que l'on a appelé « la grille d'analyse représentation » et « la grille d'analyse connaissance », différence venant des variables spontanément citées par les investisseurs dans le premier cas et du classement des variables proposées dans le deuxième. À partir de ce classement, des grilles d'analyse par catégorie ont été réalisées, permettant au législateur d'identifier les produits totalement ou partiellement substituables. Un test de validation de la grille d'aide à la décision sur une des grandes modifications législatives récemment appliquée, le PEL, a été réalisé.

Enfin, cette partie débouche sur une méthodologie d'analyse à utiliser afin de mesurer le pré-impact que peut avoir une modification législative et/ou fiscale sur l'attrait des différents produits financiers.

I.- LE CLASSEMENT DES PRODUITS

Plusieurs approches de classement étaient possibles ; le choix dépendait de la finalité recherchée.

On peut citer par exemple ⁽¹⁾ :

– celle de la relation catégories de produit, liquidité, risque, fiscalité et rentabilité,

– celle de l'horizon du placement, du volume d'échange du produit, du rendement et du risque.

(1) Cette classification n'est pas neutre et dépend de l'objectif du législateur. Si une mesure législative a comme objet de transférer l'épargne vers du long terme, il apparaît que le classement suivant l'horizon est le plus pertinent.

Dans ce rapport, l'approche choisie est celle, aujourd'hui communément partagée, catégories de produit, liquidité, risque et fiscalité.

Par catégories de produit, on entend :

- l'épargne liquide sans risque et sans frottement fiscal ⁽¹⁾,
- l'épargne liquide sans risque mais avec frottement fiscal,
- l'épargne non liquide, non risquée,
- l'épargne risquée avec frottement fiscal,
- l'épargne risquée sans avantage fiscal
- l'épargne retraite dédiée.

TABLEAU 28 : PRÉSENTATION SIMPLIFIÉE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES FRANÇAIS EN 2007

Catégorie de produit	Type de placement	Incitation fiscale	Encours (milliards d'euros)	Proportion (%)
Monnaie fiduciaire		-	38	1
Épargne liquide sans risque	Livrets défiscalisés (livrets A, bleu, LDD, LEP, livret jeune) + CEL	Livrets défiscalisés (non soumis à l'impôt sur le revenu) et exonérés de prélèvements sociaux (sauf CEL)	310	9
Épargne liquide au sens juridique mais « frottement fiscal », sans risque	Dépôts à vue + comptes sur livret + bons du trésor + obligations d'État	-	377	11
	PEL + PEP + Assurance-vie en euros	Prime d'État en cas de prêt immobilier, intérêts défiscalisés sous conditions, abattement et prélèvement fiscal dégressif	1 161	34
Épargne non liquide non risquée	Dépôts à terme	-	71	2
Épargne risquée avec « frottement fiscal »	Assurance-vie en unités de compte + PEA + PEE + FCPR, FCPI, FIP	Non imposition des intérêts (sauf UC : imposition à 7,5 % des produits accumulés sur le contrat en cas de détention supérieure à 8 ans), abattement	391	12
Épargne risquée sans avantage fiscal	OPCVM (obligations, actions, diversifiés...) + obligations privées + TCN + actions cotées et non cotées + autres participations	-	1 023	30
Épargne retraite dédiée	PERP, contrats Madelin, PREFON, PERCO	Cotisations déductibles du revenu imposable dans la limite d'un plafond (PERP, PREFON et Madelin), non imposition des sommes versées par l'entreprise sur les PERCO	25	1

Source : DLF – Direction de la législation fiscale.

(1) Il ne semble pas y avoir de définition du frottement fiscal (tax friction en anglais). Il semblerait même qu'il y ait une confusion sur le terme « frottement », certains utilisant le terme pour recouper la totalité de l'imposition, d'autres ne l'utilisant que dans le cadre d'une imposition partielle. Nous opterons, dans notre rapport, pour cette dernière approche.

Une modification d'une des variables, liquidité, rentabilité, risque ou fiscalité, pourra avoir pour effet de changer la catégorie du produit.

II.- LES FICHES DE LECTURE PAR PRODUIT

Les objectifs de cette fiche de lecture sont, avant tout, la simplicité, la clarté et l'efficacité.

Chaque fiche est décomposée en cinq parties :

- A.- les dénominations et les autres produits substituables,
- B.- la finalité (initiale) et l'importance (en volume et montant) du produit,
- C.- les caractéristiques de risque, liquidité, rémunération et fiscalité,
- D.- Impact des modifications des caractéristiques et suggestions,
- E.- deux grilles de notation, l'une assise sur la représentation du produit et l'autre utilisant le savoir partagé.

Un exemple de fiche par type de produit est repris en annexe 3.

On détaillera la décomposition de la fiche de lecture au travers de l'exemple du livret A (avant la réforme annoncée).

A.- LES DÉNOMINATIONS ET LES PRODUITS SUBSTITUABLES

Dans une première partie de la fiche, on trouve :

- le nom du produit,
- les produits existants totalement substituables. L'objectif est ici de savoir vers quels produits, un investisseur rationnel transférerait ses fonds, en cas de mesure venant à modifier une caractéristique essentielle du produit.

Par ailleurs, on a listé les produits dont les caractéristiques sont proches, mais pas totalement substituables. Des transferts pouvant avoir lieu vers ce type de produit.

Produit	Livret A
Produits totalement substituables	Livret Bleu, LDD
Produits substituables	LEP, Livret jeune, et plus généralement tous les produits d'épargne liquide sans risque et sans frottement fiscal.

B.- LA FINALITÉ ET L'IMPORTANCE DU PRODUIT

Ces variables sont à analyser avec attention. En effet, il peut y avoir, d'une part, des détournements du produit par rapport à la finalité voulue par le législateur. À titre d'exemple, pendant des années, le PEL a été détourné de son objectif de placement à finalité immobilière pour un placement purement financier.

D'autre part, l'importance en termes de volume et de personnes touchées doit rentrer en compte pour toute modification d'une caractéristique.

Finalité	Financement du logement social.
Importance en nombre	Plus de 23 millions de livrets
En volume en milliards d'euros	118

C.- LES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES

La troisième partie de la fiche, qui reprend les principales caractéristiques du produit, est en relation directe avec les préoccupations des épargnants. Elle aborde les problèmes de :

- risque,
- liquidité,
- rémunération (calcul ou référence),
- fiscalité (IR et contributions sociales).

Dépôt initial minimal (en euros)	1,5 euro
Plafond	15 300 euros
Caractéristique de risque	sans risque à ce jour
Horizon de placement	Court terme
Liquidité	Totalement liquide
Rémunération	3,5 % depuis de 1/02/2008 (fixé par décret)
Rémunération au-delà du plafond	Autorisée en franchise d'impôt sur la capitalisation des intérêts
Impôt	Exonéré
Contributions sociales	Exonérées

D.- IMPACT DES MODIFICATIONS DES CARACTÉRISTIQUES ET SUGGESTIONS

La dernière partie de la grille permet de s'interroger sur une modification d'une ou de plusieurs variables caractéristiques du produit (risque, rémunération, liquidité et fiscalité) et d'émettre certains commentaires ou suggestions.

Influence d'une modification de la perception du risque	L'influence d'une perte de la garantie de l'État (même si elle est remplacée par une garantie bancaire sur les comptes), peut avoir une influence sur les livrets en butée (qui dépassent le plafond)
Influence d'une modification de la liquidité	
Influence d'une modification de la rémunération brute	Déterminée par décret, elle devrait être faible car elle toucherait tous les produits substituables.
Influence de la fiscalité	Fiscalité anormale car produit sans risque, disponible à tout moment.
Modification de l'imposition	Difficile à imaginer sans toucher à l'ensemble des produits sur livrets, sinon risque de transferts importants.
Modification du plafond d'exonération / d'imposition	Devrait être sans effet important (à la hausse) Transfert vers des produits sans risque en cas de baisse (autres livrets et produits en euros).
Commentaires	Produit phare de l'épargne, semble difficile à toucher individuellement.
Suggestions	Livret sur-rémunéré par rapport au risque et à son horizon de placement de court terme Livret qui rémunère anormalement au-delà du plafond.
	À la lecture des blogs, plus facile à imaginer de ne pas rémunérer au-delà d'un plafond (peut-être réévalué) que de fiscaliser au-delà du plafond.
	Attention, la réforme va entraîner un risque (inexistant à ce jour), du fait de la perte de garantie de l'état pour les comptes gérés par les banques.
	Coût actuel prohibitif pour financement du logement social.

E.– LA GRILLE D'ANALYSE

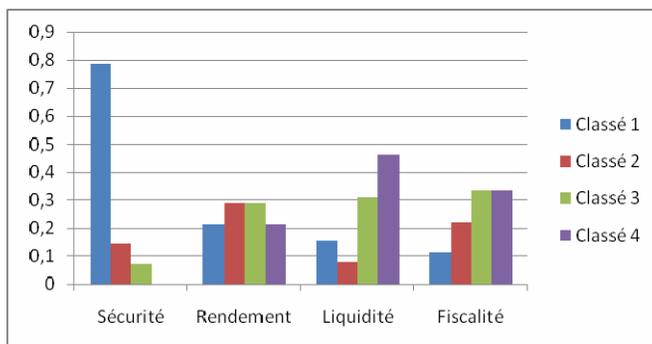
Votre Rapporteur rappellera les résultats de l'enquête et des entretiens qui avaient permis de faire ressortir les critères de sélection à partir de 2 questions :

– une première, ouverte, demandait aux interviewés de citer les principaux critères de choix d'un placement ? (au moins quatre critères par ordre décroissant de préférence).

Spontanément et pour 78 % des interviewés, « **la sécurité** » est le critère classé premier (figure 37). Une étude des réponses ouvertes permet de définir la sécurité par la notion de « garantie du capital ».

Viennent ensuite, chronologiquement, la rémunération (le rendement), la liquidité (assimilée au temps de mobilisation) et la fiscalité.

FIGURE 37 : CRITÈRES DE SÉLECTION



– à la seconde question qui consistait à faire classer par ordre d’importance neuf variables couramment utilisées dans le cadre de la définition des valeurs mobilières, on peut résumer (tableau 29) les résultats comme suit :

TABLEAU 29 : CLASSEMENT PROVOQUÉ DES VARIABLES

Variables	Classement
Rendement	1 ^(*)
Risque	1 ^(*)
Liquidité	2
Fiscalité	3
Garantie du capital	4
Compréhension	4
Durée de placement	6
Facilité de sortie	7

^(*) Les variables rendement et risque ne doivent pas être, ici, isolées. Il s’agit en fait du couple rendement-risque⁽¹⁾. En effet, si l’on analyse les résultats du classement, on constate que la variable rendement est classée 1^{ère} avec 33,33 % contre 28,57 % pour le risque. Par contre, lorsque l’on analyse en cumulé le nombre de fois où les variables ont été citées aux deux premières places, le résultat s’inverse.

On a donc déterminé deux lectures :

– l’une en relation directe avec la perception spontanée des personnes interrogées, grille de lecture assise sur la représentation des produits, appelée « grille représentation » ;

– l’autre, plus classique, en relation avec la restitution de la connaissance, nommée « grille connaissance ».

Les grilles de lecture spontanées et provoquées sont classées par rapport aux axes prioritaires identifiés. Pour les épargnants, la sécurité l’emporte toujours sur la fiscalité. Une analyse factorielle en composante principale (AFCP) n’ayant

(1) Conformément à la théorie du portefeuille, chaque investisseur sélectionne un certain nombre d’actifs en fonction de deux critères : la rentabilité espérée et le risque. Cet investisseur présente une aversion au risque. Ce dernier est mesuré à partir de l’écart autour de la valeur moyenne (variance ou écart-type de la rentabilité).

pu être réalisée ⁽¹⁾ pour l'instant, il reste donc important de ne pas compenser les variables entre elles et de ne pas leur attribuer de poids spécifique.

1.- La grille représentation

Grille représentation	
Variables	Niveau d'importance
Sécurité du capital	
Rémunération	
Liquidité	
Fiscalité	

Le niveau d'importance a été évalué sur une échelle de 5 à 1.

5	Avantage maximum
4	Bon
3	Moyen
2	Aucun avantage
1	Variable pénalisante

Si l'on applique le niveau d'importance à la notion de liquidité, on aura :

5	Disponible à tout moment
4	Disponible à court terme et moyen terme
3	Disponible à 8 ans (Assurance vie)
2	Disponible à long terme (avec possibilité de sortie avec ou sans pénalité).
1	Disponible dans plus de 20 ans sans possibilité libre de sortie (sortie exceptionnelle)

De la même façon, la fiscalité sera classée comme suit :

5	Exonération fiscale totale y compris prélèvements sociaux
4	Exonération fiscale totale mais prélèvement sociaux
3	Fiscalité des revenus avec taux préférentiel et prélèvements sociaux
2	Fiscalité des revenus (avec abattement ou plafond) et prélèvements sociaux
1	Fiscalité des revenus (sans abattement ou plafond) et prélèvements sociaux

Enfin, au niveau de la sécurité, on aura :

5	Aucun risque
4	Perte partielle sur une partie du capital
3	Perte totale sur une partie du capital
2	Risque de perte partielle
1	Risque de perte totale

(1) Il serait en effet intéressant et indispensable pour l'analyse de pouvoir mesurer le poids des variables intervenant dans la décision d'investissement, au travers d'une analyse factorielle en analyse principale.

À titre d'exemple :

– d'un point de vue liquidité, sont classés niveau 5 (bleu), les produits permettant une disponibilité à tout moment. D'un point de vue fiscal, on trouvera les produits bénéficiant d'une exonération fiscale aussi bien d'un point de vue imposition sur le revenu (ou prélèvement libératoire). Un produit qui a ces deux caractéristiques est le « Livret A » ;

– sont classés niveau 4 (vert), les produits qui, d'un point de vue liquidité, sont disponibles à court ou moyen terme. Au niveau fiscal, on trouvera les produits en franchise d'impôt mais soumis aux prélèvements sociaux comme par exemple le CEL (s'il est détenu au moins 2 ans), les comptes à terme en ce qui concerne la durée (mais non la fiscalité). Le PEL rentre de niveau 3 pour la disponibilité.

– sont classés niveau 3 (jaune), certains produits permettant un arbitrage sur le taux d'imposition sur le revenu, comme par exemple la sortie sur une assurance vie entre 4 et 8 ans (avec la possibilité de choisir entre un taux de 15 % et l'intégration dans la déclaration des revenus). D'un point de vue de la durée, ils correspondent à un placement de 8 ans.

– en ce qui concerne la liquidité, sont classés niveau 2 (rouge), les produits disponibles à long terme mais avec ou sans possibilité de sortie. D'un point de vue fiscal, on trouvera les produits ayant droit à un abattement ou un crédit d'impôt. On peut classer dans cette catégorie, les actions non cotées, l'assurance vie détenue au-delà de 8 ans.

– sont classés niveau 1 (bordeaux), les produits indisponibles à très long terme et fortement fiscalisés sur les revenus. Le produit qui correspond à cette caractéristique est le PERP (tout comme le PERCO) dans la mesure où il n'est possible de racheter ses droits que dans des cas exceptionnels limitativement énumérés par la loi. Dans ce cas, les produits perçus sont imposés au barème progressif de l'impôt sur le revenu ou soumis au prélèvement forfaitaire libératoire de 18 %. Par ailleurs, les versements du PERP bénéficient d'un avantage fiscal tandis que la rente est soumise à la fiscalité des revenus et prélèvements sociaux (niveau 1).

2.– La grille connaissance

À l'exception du couple rendement-risque, la liquidité, la fiscalité et la sécurité sont des variables communes et ont déjà été prises dans la grille spontanée. Classée 4^{ème}, la compréhension du produit apparaît dans cette grille qui sera réduite à deux variables.

Concernant le couple rendement-risque, il s'agit de tester le niveau d'importance de la relation espérance de rendement et risque. Un produit risqué qui aura une espérance de rendement importante sera classé 4 ou 5.

Grille « connaissance »	
Variables	Niveau d'importance
Rendement/Risque	
Compréhension	

3.– La grille de lecture produit

À partir des différentes grilles, on va, pour chaque produit, créer une représentation du niveau d'importance des variables en affectant dans un tableau et pour chaque variable un niveau de note.

Pour le livret A, on aura :

Variables « représentation »	Niveau d'importance				
	5	4	3	2	1
Sécurité (capital)	5				
Liquidité (temps)	5				
Fiscalité	5				
Rémunération		4			
Variables « connaissance »					
Rendement/Risque	5				
Compréhension		4			

La logique voudrait que les catégories de produit aient, par variable, le **même niveau de note**. Si l'on prend l'épargne liquide sans risque, par exemple, les variables sécurité, risque et fiscalité quel que soit le produit, devraient être au niveau 5. Des exceptions peuvent toutefois exister. Elles seront expliquées lors de la présentation des grilles.

4.– Exemple d'utilisation

À titre d'exemple, l'application de ces deux grilles au livret A, donne les résultats suivants :

Grille représentation	
Variables	Niveau d'importance
Sécurité (capital)	5
Liquidité (temps)	5
Fiscalité	5
Rémunération	4

Si la sécurité (garantie de l'État), la liquidité (disponibilité à tout moment) et la fiscalité (exonération totale d'imposition) du produit sont des atouts maximums, les épargnants, contrairement aux intermédiaires, ne perçoivent pas la rémunération du livret A comme anormalement élevée.

Grille connaissance	
Variables	Niveau d'importance
Rendement/Risque	5
Compréhension	4

Concernant les variables de la grille provoquée, le livret A de par sa simplicité et sa relation rendement risque obtient un niveau d'importance maximum.

III.- RÉCAPITULATIF DES GRILLES DE LECTURE PAR TYPE DE PLACEMENT

Les notations qui ont été affectées aux variables viennent des différentes caractéristiques des produits telles qu'elles sont décrites dans les fiches produits.

Elles sont appliquées dans le **cadre normal de l'utilisation** du produit. On considérera par exemple, qu'un contrat d'assurance vie sera détenu au moins 8 ans. S'il venait à y avoir rupture du contrat, la variable fiscale serait automatiquement modifiée. Il serait donc nécessaire, lorsque l'on étudie un produit sur lequel sont prévues éventuellement des possibilités de sortie, de réaliser, pour chaque éventualité, une notation spécifique (pour l'assurance vie jusqu'à 4 ans niveau 3, de 4 à 8 ans niveau 4, au-delà de 8 ans niveau 5).

A.- L'ÉPARGNE LIQUIDE SANS RISQUE, SANS FROTTEMENT FISCAL

Elle est caractérisée par la sécurité, la liquidité et la fiscalité qui sont de niveau 5.

TABLEAU 30 : GRILLE DE LECTURE ÉPARGNE LIQUIDE SANS RISQUE
SANS FROTTEMENT FISCAL

Variables « représentation »	Livret A	LDD	LEP	CEL
Sécurité (capital)	5	5	5	5
Liquidité (temps)	5	5	5	5
Fiscalité	5	5	5	5
Rémunération	4	4	5	3
Variables « connaissance »				
Rendement/Risque	5	5	5	4
Compréhension du produit	4	4	3	2

Les rendements des livrets A et du LDD sont perçus par les investisseurs comme « non importants » alors que lorsque l'on les rapporte au risque, le rendement est élevé.

Le rendement (nominal) du CEL est jugé comme « moyen » dans la mesure où la véritable rentabilité est conditionnée à l'obtention d'un crédit qui ne devient intéressant qu'en période de hausse des taux et qui suppose, par ailleurs, une acquisition immobilière.

B.- L'ÉPARGNE LIQUIDE SANS RISQUE MAIS AVEC FROTTEMENT FISCAL

Elle est caractérisée par la sécurité et la liquidité qui sont de niveau 3 à 5. Par contre du fait du frottement fiscal ou de la fiscalité, la notation de cette variable va se situer entre 2 et 4.

TABLEAU 31 : GRILLE DE LECTURE ÉPARGNE LIQUIDE SANS RISQUE AVEC FROTTEMENT FISCAL

Variables « représentation »	PEL	Bons du trésor	Obligations d'état	Assurance vie euros	Comptes sur livret (***)
Sécurité (capital)	5	5	5	5	5
Liquidité (temps)	4 (**)	5	5	3	5
Fiscalité	3	2	2	4	1
Rémunération	3/2 (*)	3	3	3	3
Variables « connaissance »					
Rendement/Risque	5	5	5	5	5
Compréhension	3	3	3	3	4

(*) Si le PEL est ouvert à titre de placement, et non avec une finalité d'investissement immobilier, la prime d'État n'est pas versée. Dans ce cas la rémunération est faible.

(**) La liquidité est ici cotée 4 (niveau normal). Si l'investisseur assimile, comme par le passé, le PEL à un placement financier à long terme, il passe au niveau 3.

(***) Conformément à la nomenclature de la DLF que nous avons choisie, nous avons laissé les comptes sur livret dans la catégorie avec frottement fiscal alors qu'il s'agit ici d'une fiscalité totale sur les revenus. Ce choix est lié à la liquidité. Ce produit mériterait sa propre catégorie : une épargne liquide, non risquée, sans avantage fiscal.

C.- ÉPARGNE NON LIQUIDE, NON RISQUÉE AVEC FROTTEMENT FISCAL

De par leur nature, ces produits, dont la sécurité est maximum, seront pénalisés sur la fiscalité, sur la liquidité (décidée par l'investisseur, donc de niveau 2 à 4) et sur le rendement. Ce dernier, couplé au risque, donne en ce qui concerne les variables provoquées, le niveau maximum.

TABLEAU 32 : GRILLE DE LECTURE ÉPARGNE NON LIQUIDE SANS RISQUE AVEC FROTTEMENT FISCAL

Variables « représentation »	Comptes à terme
Sécurité (capital)	5
Liquidité (temps)	2
Fiscalité	3
Rémunération	3
Variables « connaissance »	
Rendement/Risque	5
Compréhension	4

D.- ÉPARGNE RISQUÉE AVEC FROTTEMENT FISCAL

Cette catégorie est caractérisée par le risque (variable entre 1 et 4), une liquidité qui dépend du marché sur lequel on se trouve (niveau 2 à 4). Par contre du fait du frottement fiscal ou de la fiscalité, la notation de cette variable va se situer entre 3 et 4.

On a fait ici une distinction concernant le risque entre les produits Assurance Vie en UC, le PEA et le PEE d'une part, et le FCPI et FCPR, considérés comme plus risqués, d'autre part.

TABLEAU 33 : ÉPARGNE RISQUÉE AVEC FROTTEMENT FISCAL

Variables « représentation »	Assurance vie UC	PEA	PEE	FCPI	FCPR
Sécurité (capital)	3	3	3	2 (*)	2 (**)
Liquidité (temps)	3	3	3	2	2
Fiscalité	4	4	4	4 (***)	4
Rémunération	3	3	3	3	3
Variables « connaissances »					
Rendement/Risque	5	5	5	4	4
Compréhension	3	3	3	2	2

(*) Les FCPI sont composés pour 60 % au moins de titres de sociétés non cotées devant satisfaire plusieurs conditions.

(**) Les actifs investis dans des fonds doivent être constitués d'au moins 40 % d'actions et d'obligations convertibles de sociétés non cotées.

(***) La souscription de parts de FCPI ou de FIP ouvre droit à une réduction d'impôt sur le revenu, au titre des versements effectués jusqu'au 31 décembre 2010, à la condition, notamment, de conserver les parts pendant 5 ans.

E.- ÉPARGNE RISQUÉE SANS AVANTAGE FISCAL

Le niveau 2 ou 1 pour la sécurité et la liquidité a été attribuée aux titres risqués, non cotés et sans avantage fiscal.

TABLEAU 34 : ÉPARGNE RISQUÉE SANS AVANTAGE FISCAL

Variables « représentation »	OPCVM	Obligations privées	Actions cotées	Actions non cotées
Sécurité (capital)	3	3	3	2
Liquidité (temps)	5	5	5	2
Fiscalité	2	2	2	2
Rémunération	3	3	3	3
Variables « connaissance »				
Rendement/Risque	5	5	5	3
Compréhension	3	3	3	2

F.- ÉPARGNE DÉDIÉE, RISQUÉE AVEC FROTTEMENT FISCAL ET NON LIQUIDE

TABLEAU 35 : ÉPARGNE DÉDIÉE

Variables « représentation »	PERCO	PERP
Sécurité (capital)	3 (*)	4 (***)
Liquidité (temps)	1	1
Fiscalité	3 (**)	2 (*)
Rémunération	3	3
Variables « connaissance »		
Rendement/Risque	3	3
Compréhension	2	2

(*) PERCO, placement diversifié

(**) PERP avantage à l'entrée et pénalisation à la sortie, PERCO pas d'avantage à l'entrée et avantage à la sortie

(***) Les meilleurs contrats permettent de choisir entre différents supports d'investissement (avec des fonds dynamiques en particulier), avec une sécurisation progressive de l'épargne.

Comme on l'a vu dans la première partie, la fiscalité de l'épargne ne favorise pas les produits à sortie en rente viagère. Dans le cas du PERCO, elle est même découragée puisque la rente est soumise à la fiscalité des rentes acquises à titre onéreux alors que la sortie en capital est exonérée de toute imposition sur le revenu. En l'état actuel, le régime fiscal des dispositifs d'épargne retraite consiste en une exonération, parfois dans la limite d'un plafond individuel, à l'entrée (déduction du montant de l'épargne du revenu imposable comme dans le cas du PERP) et en une fiscalisation des rentes à l'impôt sur le revenu à la sortie. Constat : un tel régime n'accorde aucun avantage fiscal immédiat aux foyers non imposables et les foyers peu imposés ne bénéficient que faiblement de la déductibilité des sommes épargnées.

IV.- PROPOSITION MÉTHODOLOGIQUE D'AIDE À LA PRÉDICTION D'IMPACT

Lorsque l'on envisage une modification de la législation sur un produit existant ou la création d'un nouveau produit, l'analyse peut être réalisée en 6 étapes :

Étape 1 : Rechercher (ou créer) sur la grille d'analyse par type de produit, les notations des variables ⁽¹⁾ du produit avant toutes modifications législatives.

Étape 2 : Étudier l'effet d'une modification de la législation sur le niveau des variables représentatives, sécurité, liquidité et fiscalité (changement de notation). Cela touche par exemple, un produit sans frottement fiscal sur lequel on déciderait d'imputer des prélèvements sociaux. Cette modification entraînerait de fait, une dégradation de la note sur la fiscalité.

Étape 3 : Identifier s'il y a ou non un changement de catégorie de placement.

Étape 4 : Notation des trois derniers critères à l'intérieur de sa nouvelle catégorie. Une fois les modifications intégrées, rechercher, à partir des différentes grilles **les produits totalement substituables**. Cela permet d'identifier les mouvements immédiats de capitaux qui peuvent (devraient) se produire.

Étape 5 : Rechercher les **produits dont la typologie est plus intéressante** pour l'investisseur ⁽²⁾ si l'on ne peut utiliser les produits totalement substituables.

De ce fait, on aura recensé les différentes opportunités de placement pour l'investisseur *i.e* les mouvements potentiels de capitaux.

(1) Il faut tenir compte des différentes possibilités liées aux latitudes offertes à l'investisseur. Par exemple, il faut envisager dans le cadre de l'assurance vie 3 tests sur les variables : un avec une sortie entre 1 et 4 ans, l'autre entre 4 et 8 ans, puis au-delà de 8 ans.

(2) Comme on l'a vu, si pour le PEL le produit substituable était l'assurance vie en euros, il est certain que les produits totalement défiscalisés et sans risque devenaient également une possibilité de choix de réinvestissement.

Étape 6 : Pour **identifier le montant potentiel** du mouvement (qui ne peut être, dans cette approche, qu'une approximation), on peut chiffrer au « maximum », le montant intéressé par la modification de la législation.

Pour le PEL par exemple, indépendamment de l'aspect purement fiscal, le produit a été recentré sur sa finalité d'origine, *i.e* l'acquisition immobilière. On peut donc penser que tous les détenteurs de PEL, dont la finalité est le placement financier vont, à terme, se désintéresser de ce produit (non intéressant d'un point de vue rendement et fiscalité).

La variable volume doit être prise en compte. Si un produit largement diffusé venait, du fait d'une modification de la législation, à être concurrencé par un produit à faible potentiel (marché), il est certain que l'analyse du mouvement potentiel serait à corriger (cas de certains fonds DOM/TOM).

V.– TEST DE VALIDATION

À titre d'illustration, nous avons testé les grilles d'analyse afin de valider leur caractère prédictif, au travers de la réforme du PEL.

On rappellera que les lois n° 2005-1719 du 30 décembre 2005 de finances pour 2006 et n° 2005-1579 du 19 décembre 2005 de financement de la sécurité sociale pour 2006 ont modifié le régime des prélèvements fiscaux et sociaux pesant sur les intérêts produits par les plans d'épargne logement (PEL).

En effet, depuis le 1^{er} janvier 2006, deux dispositions sont maintenant applicables :

– pour les PEL de plus de dix ans, le prélèvement des contributions sociales sur les intérêts, précédemment effectué à la clôture du plan, est désormais opéré le 31 décembre de l'année du dixième anniversaire, puis lors de chaque capitalisation annuelle des intérêts ;

– les intérêts des PEL de plus de 12 ans doivent de surcroît être intégrés aux revenus soumis à l'impôt sur le revenu (imposition au barème progressif ou option pour le prélèvement forfaitaire libératoire).

On va donc identifier les variables du produit avant et après la réforme et les comparer aux catégories de produits identiques à celles recherchées avant la réforme. On considérera ici que l'épargnant détenant un PEL sur ces périodes n'a pas une finalité d'investissement immobilier mais de placement⁽¹⁾. Si tel est le cas, il ne bénéficie pas aujourd'hui de la prime de l'état, octroyée dans le cadre d'un investissement immobilier.

(1) En 2003, 82 % des PEL ouverts n'aboutissaient pas à une opération de prêt, la plupart servaient d'actif de base dans la gestion patrimoniale à des niveaux de rémunération particulièrement élevés et, parfois, en toute liquidité.

A.– LES GRILLES D'ANALYSE DU PRODUIT, POUR UN ÉPARGNANT UTILISANT LE PEL À TITRE DE PLACEMENT

Variables « représentation »	PEL avant la réforme	PEL après la réforme
Sécurité (capital)	5	5
Liquidité (temps)	3 (**)	3
Fiscalité	4	3
Rémunération	3	3 (*)
Variables « connaissance »		
Rendement/Risque	5	4 (*)
Compréhension	3	2

(*) Le PEL n'a pas subi le relèvement des taux au 1er février 2008. Avant la réforme de décembre 2002, le rendement bénéficiait systématiquement de la prime de l'état. Dans ce cas, il pouvait être classé 4 voire 5 sur la variable rendement, ce qui explique le succès de ce produit. Cette prime est pour les PEL ouverts avant le 12/12/2002 versée systématiquement. Au fil du temps, le PEL est devenu alors un excellent et très rentable moyen d'épargner sans pour autant utiliser la finalité originale d'obtenir un crédit. Fin 2002, il y a eu un premier tour de vis réglementaire : **les PEL ouverts depuis le 12 décembre 2002** n'ont plus le droit à cette prime de manière automatique. Elle est désormais versée à l'emprunteur que s'il utilise ses droits pour obtenir un prêt épargne logement.

(**) On s'est mis ici dans le cas d'un investisseur épargnant dans un PEL avec un horizon de 8 à 12 ans.

Si l'on rapproche cette grille de celles des produits d'épargne liquide non risquée mais avec frottement fiscal et l'épargne non risquée sans frottement fiscal, on s'aperçoit qu'un investisseur rationnel dont la seule finalité est le placement (et non l'achat immobilier – cas des plans de 10 ans ou plus -) devrait :

– soit investir sur l'assurance vie en euros, car appartenant à la même catégorie (variables identiques) :

Variables « représentation »	Assurance vie euros	PEL avant la réforme	PEL après la réforme
Sécurité (capital)	5	5	5
Liquidité (temps)	3	3	3
Fiscalité	4	4	3
Rémunération	3	3	3 (*)
Variables « connaissance »			
Rendement/Risque	5	5	4 (*)
Compréhension	3	3	2

– soit, sur des produits plus liquides et mieux rémunérés, comme le livret A et le LDD :

Variables « représentation »	Livret A	LDD
Sécurité (capital)	5	5
Liquidité (temps)	5	5
Fiscalité	5	5
Rémunération	4	4
Variables « connaissance »		
Rendement/Risque	5	5
Compréhension du produit	4	4

On peut penser que l'épargnant rationnel, ayant déjà profité de ces deux produits, va se réfugier essentiellement sur le produit d'assurance vie en euros.

B.- AURAIT-ON PU PRÉVOIR L'AMPLEUR DU MOUVEMENT DES CAPITAUX ?

Si l'on considère que l'épargnant, averse au risque et placé sur un produit sans risque, a un peu de rationalité, on peut imaginer que « potentiellement » tous les détenteurs de PEL de plus de 12 ans ont ou vont solder leurs comptes (sauf dans le cas où les produits totalement substituables sont déjà utilisés).

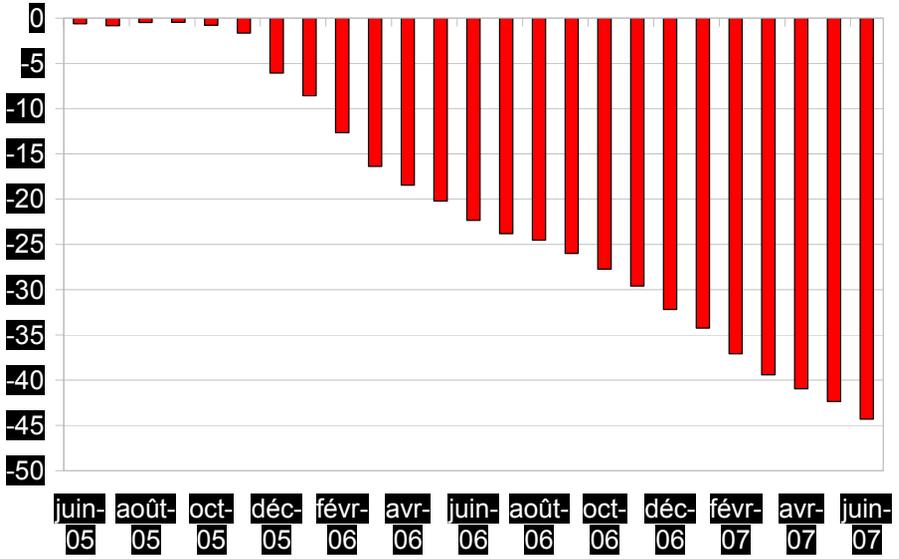
Par ailleurs, même s'ils ne sont pas forcément gagnants, on peut également penser que tous les PEL arrivant à 10 ans ont été ou devraient être soldés rapidement.

Si l'on est face à un investisseur rationnel, qui aurait ouvert un PEL à des fins de placement et non d'investissement immobilier, la logique voudrait qu'il désinvestisse rapidement afin de se reporter sur des produits dont les caractéristiques correspondent à celles qu'il recherchait initialement.

On peut donc penser que le PEL va se recentrer sur son objectif, le financement de l'immobilier, et que tous les épargnants placés sur ce produit à des fins de placement, devraient rapidement s'en désintéresser. Pour information, si l'on considère que 82 % des PEL ouverts en 2003, n'aboutissaient pas à une opération de prêt, on peut considérer que la totalité des PEL de + de 12 ans auraient dû être soldés, ainsi qu'une bonne partie des autres. Potentiellement, ce pourcentage représente 182 milliards en arbitrage de placement.

En juin 2007, 70 % des PEL de plus de 12 ans avaient été soldés et comme le montre la figure 38, la décollecte avait déjà atteint le montant de 45 milliards d'euros.

FIGURE 38: DÉCOLLECTE CUMULÉES DU PEL



CONCLUSION

Il est bon, au terme de ce rapport, de rappeler l'objectif initial : le but de cette mission était de donner au législateur les **moyens d'anticiper** l'impact des mesures envisagées et, en particulier, les éventuels mouvements de capitaux qu'elles entraîneraient. Votre Rapporteur s'est donc orienté volontairement vers la conception d'un **outil** simple et facile à mettre en œuvre par tous : une **grille d'analyse**.

L'approche économétrique a été volontairement mise de côté, du fait d'une part du temps imparti à l'étude (3 mois) et des hypothèses sous-jacentes à la modélisation. Celle-ci devant être bien sûr mise en œuvre dans le cadre de l'analyse préalable d'impact, nécessaire à toute décision importante de modification de la législation.

De ce fait, le cas les grilles d'analyses proposées ne constituent qu'une première ébauche qui devrait être développée, généralisée et complétée par des études en amont de toute décision.

Mais cet outil, et c'est là son mérite, devrait permettre d'**asseoir les débats** portant sur les modifications législatives sur les produits financiers.

ANNEXE 1 :

LISTE DES AUDITIONS RÉALISÉES PAR VOTRE RAPPORTEUR

Auditionnés	Date	Participants
FFCI	5 février 2008	M. Aldo Sicurani, secrétaire général
AFG	6 février 2008	M. Pierre Bollon, délégué général, M. Carlos Pardo, directeur des études économiques, M. Ephraïm Marquer, directeur, Mme Annick Montel, directrice des affaires fiscales et comptables
OEE (avec AFG)	6 février 2008	Didier Davydoff, OEE
Direction de la législation fiscale	12 février 2008	Mme Marie-Christine Lepetit, directrice M. Grégory Abate, chef du bureau A (études statistiques en matière fiscale) M. Philippe Emmanuel De Beern, chef du bureau C-2 (fiscalité de l'épargne des particuliers).
Cercle des épargnants	12 février 2008	M. Crevel
AFIC	12 février 2008	M. Eddie Misrahi, président, M. Dominique Nicolas, délégué général
AMF	13 février 2008	M. Bruno Gizard, secrétaire général adjoint, direction des prestataires de la gestion et de l'épargne M. Arnaud Osredczuk responsable du département régulation de la gestion d'actifs
Société Générale	20 février 2008	M. Patrick Suet, secrétaire général adjoint.
BIPE	20 février 2008	M. Cyril Blesson, directeur des services financiers
FFSA	20 février 2008	M. Gérard de La Martinière, président, M. Jean-Laurent Granier, directeur général d'Axa, M. Jean-Yves Hoher, directeur général de Predica, Groupe Crédit Agricole, M. Gilles Cossic, directeur des assurances de personnes de la FFSA M. Jean-Paul Laborde, conseiller parlementaire de la FFSA
Crédit-Agricole	20 février 2008	M. Sainctavit, directeur analyse stratégique du groupe
AFEI	21 février 2008	M. Eric Vacher, conseiller pour les affaires fiscales, M. de Lauzun, délégué général, M. Philippe Tibi, président UBS Investment Bank.
FAIDER	21 février 2008	M. Perrin-Pelletier, président M. Jean Berthon, conseiller du président
Direction générale du Trésor et de la politique économique	21 février 2008	M. Eric Beyrath M. Thierry Francq
Direction générale de la Sécurité Sociale (DSS)	21 février 2008	M. Dominique Libault, directeur général Mme Laure Meyssonnier
FBF	28 février 2008	Mme Ariane Obolensky, directrice générale, M. Pierre Reynier, directeur fiscal, Mme Caroline Hupin, relations parlementaires.
CGPME	27 février 2008	M. Jean-françois Roubaud, président, M. Pascal Labet, directeur des affaires économiques.
ASF	4 mars 2008	M. Jean-Claude Nasse, délégué général
iFRAP	4 mars 2008	M. Jean-François Bauer, président
CCIP	4 mars 2008	M. Pierre Simon, président de la CCI Paris
APECI	5 mars 2008	M. Duverney-Guichard, président FECIF M. Martial Chainet, directeur APECI et gérant France Finance, M. Michel Labrosse, PDG W Finance

Crédit Mutuel	5 mars 2008	M. Étienne Pflimlin, président, Mme Marie-Christine Caffet, directrice du développement (CNCM), Mme Sophie Olivier, responsable du marché des particuliers (CNCM)
Euronext	10 mars 2008	M. Jean-François Théodore, président.
CIP (chambre des indépendants du patrimoine)	11 mars 2008	M. Patrice Ponmaret, président, Mme Delphine Slanoski, déléguée général.
Gouvernement	11 mars 2008	

ANNEXE 2 :

PRÉSENTATION DE LA MISSION D'INFORMATION

QUESTIONNAIRE PROPOSÉ AUX PERSONNES AUDITIONNÉES

M. Yves Censi, député de l'Aveyron, a été chargé par la commission des finances de l'Assemblée nationale d'une mission sur l'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers et leur fiscalité.

Celle-ci comporterait deux volets :

* **Volet 1** : Présentation de l'existant

Il s'agirait d'abord, dans un esprit de pédagogie, de présenter :

– un panorama des divers produits financiers existant sur le marché et l'évolution de la réglementation sur les dix dernières années (1998-2007) ;

– un tableau des prélèvements fiscaux et sociaux auxquels ils sont assujettis.

* **Volet 2** : Comprendre la dynamique

L'objectif est de parvenir à mettre en évidence les interdépendances entre les différentes catégories de produits financiers et leur sensibilité aux prélèvements obligatoires pour donner au législateur les moyens d'anticiper l'impact des mesures législatives envisagées et, en particulier, les éventuels mouvements de capitaux qu'elles entraîneraient.

Dans cette optique, M. Yves Censi souhaiterait collecter auprès de vous des éléments d'information sur les questions suivantes :

1.– selon la classification de votre choix (degré de risque, de liquidité, de réglementation ...), pouvez-vous présenter le panorama complet, et actualisé, de l'ensemble des produits financiers proposés sur le marché ?

2.– pouvez-vous recenser toutes les réformes ayant touché les produits financiers sur la période 1998-2007, en classant ces modifications selon qu'elles concernent la rémunération, le délai, le plafonnement, la fiscalité, la liquidité du marché ou les intermédiaires ? ;

3.– pour chaque produit financier : quelles sont les données chiffrées des encours et leur évolution (1998-2007) ? Quel est le rendement fiscal et son évolution (1998-2007) ? ; Quel est le rendement pour l'intermédiation et son évolution (1998-2007) ?

4.- est-il possible d'identifier les mouvements de capitaux ayant directement suivi des mesures législatives (exemples : déblocage anticipé de l'épargne salariale en 2004, fiscalisation des intérêts du PEL à partir de 2006, relèvement du plafond du livret de développement durable (ex-codevi) à partir de 2007...) ? ;

5.- si vous en disposez, quels sont les instruments et les méthodes d'analyse que vous utilisez pour élaborer des études d'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers et leur fiscalité ?

Si possible, illustrer concrètement le propos à partir des dispositions suivantes prises dans la loi de finances pour 2008 :

– la modification du régime fiscal des dividendes avec l'instauration de l'option pour le prélèvement forfaitaire libérateur ;

– le relèvement des taux et du seuil d'imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières ;

– l'aménagement du prélèvement libérateur pour les produits de placement à revenu fixe ;

– la suppression de l'impôt de Bourse.

Pour prendre connaissance de vos réponses, M. Yves Censi souhaiterait vous rencontrer dans les locaux de l'Assemblée nationale.

*

* *

Questionnaire à destination des épargnants

Type d'intervenant (entourer la ou les bonnes réponses) :

Épargnant, intermédiaire financier, Fédération, État, Organisme de contrôle

Partie 1 : Les produits financiers (en cas d'impossibilité de réponse, merci de laisser en blanc)

1.- Quels sont, à votre avis, pour un ménage français, les principaux critères de choix d'un placement ? (donner au moins 4 critères par ordre décroissant de préférence)

2.- Classez par ordre d'importance les variables suivantes appliquées aux valeurs mobilières :

- Le rendement brut,
- Le risque,
- La liquidité,
- La fiscalité
- La garantie du capital
- La durée du placement,
- La compréhension du produit
- La facilité de sortie
- Autres (les citer)

3.- Pensez-vous que dans les années à venir :

- le poids (en %) des valeurs mobilières (dettes et actions) directement détenues par les ménages devrait avoir tendance à :

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Diminuer

Se stabiliser

Augmenter

- la proportion des parts d'OPCVM devrait avoir tendance à :

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Diminuer

Se stabiliser

Augmenter

- le poids des contrats d'assurance vie devrait :

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Diminuer

Se stabiliser

Augmenter

Expliquez vos réponses.

4.- Concernant le patrimoine des épargnants français, pensez-vous qu'il soit réparti plutôt sur des :

1	2	3	4	5
Actifs non risqués			Actifs risqués	

5.- Cette répartition devrait-elle évoluer ?

6.- Concernant les valeurs mobilières et les produits financiers en général, la concertation « en amont » de la loi fiscale vous paraît-elle :

(en cas de réponses multiples – par exemple à la fois officieuse et officielle – entourer les cases concernées)

1	2	3	4	5
Peu formalisée			Très formalisée	

1	2	3	4	5
Officieuse			Officielle	

1	2	3	4	5
Occasionnelle			Systématique	

7-ONT votre avis, le risque supporté par l'actionnaire est il plus faible lorsque l'horizon d'investissement s'allonge ?

En cas de réponse positive, quelle est selon vous la durée au-delà de laquelle la probabilité de gain devrait être de 100 % (sur une base historique)

1 an	8 ans	15 ans	20 ans	30 ans
------	-------	--------	--------	--------

8.- L'évaluation « ex ante » des mesures fiscales sur les produits est-elle :

9.-

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Accessible

Confidentielle

10.- L'utilisation de la fiscalité par le pouvoir exécutif vous paraît-elle :

11.-

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Productive

Très improductive

12.- Le droit fiscal en matière de produits financiers vous semble-t-il plutôt :

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Très instable

Très stable

13.- Pourquoi ? (donnez si possible un exemple)

14.- Pensez-vous que pour les ménages français, la façon d'échapper à la fiscalité passe par l'immobilisation des placements (illiquidité temporelle) ?

15.- Pensez vous que l'on prenne en considération le couple rendement-risque lors d'une mesure législative sur les produits financiers ?

En cas de réponse négative, comment pourrait on le prendre en compte ?

16.- Quelles sont les mesures qui, à votre avis, peuvent favoriser l'épargne longue ?

17.- Faites vous une nuance entre épargne longue et placement « long » ?

18.- Sur quels leviers jouer pour canaliser l'épargne ?

19.- Sur les trois dernières années, donnez une mesure qui vous a semblé efficace de ce point de vue ?

20.- Quelle était à votre avis la (les) variable(s) dominante dans la prise de décision ?

21.- Sur les trois dernières années, donnez une mesure qui vous a semblé inefficace ?

22.- Quel était à votre avis la raison de cette inefficacité ?

23.- Les coûts d'intermédiation sont-ils un frein au développement du marché des produits financiers ?

24.- Par rapport à l'ensemble des agents, pensez vous que les investisseurs individuels français réaménagent leurs portefeuilles :

1	2	3	4	5
Moins régulièrement			Plus régulièrement	

25.- Pensez vous que les épargnants français ont une éducation financière plutôt :

1	2	3	4	5
Très faible	Faible	Moyenne	Bonne	Excellente

26.- Pensez-vous que les mesures fiscales concernant les produits d'épargne ont le même impact selon que ce produit fasse l'objet d'une commercialisation ou est accessible directement auprès d'un intermédiaire financier ?

27.- Classer par ordre de priorité les propositions suivantes :

- développer l'épargne (encours)
- développer la propension à épargner
- fidéliser l'épargne à moyen ou long terme
- rendre l'épargne liquide
- accroître la rémunération de l'épargne financière
- autres (à préciser)

28.- Pensez-vous que l'épargne financière des ménages devrait s'appuyer plus fortement sur les OPCVM ou sur la détention directe de titres de capital et de titres de créances ?

Partie 2

1.- Quels sont, actuellement, les principaux critères de sélection des produits financiers pour l'épargnant français (mettre au moins 2 critères) ?

2.- Par rapport à l'information, estimez-vous (ou les épargnants que vous représentez) être :

3.-

1	2	3	4	5
Peu informé			Sur informé	

4.- Votre connaissance (ou celle des épargnants que vous représentez) des produits et des marchés vous semble-t-elle :

1	2	3	4	5
Insuffisante			Satisfaisante	

5.- Les produits vous paraissent-ils :

1	2	3	4	5
Simples			trop sophistiqués	

6.- Les coûts d'intermédiation vous paraissent-ils :

1	2	3	4	5
Faibles			Trop importants	

7.- Les coûts d'intermédiation devraient :

1	2	3	4	5
Diminuer			Augmenter fortement	

8.- La mise en application, en 2007, de la directive MIF, vous paraît elle :

1	2	3	4	5
Inefficace			Efficace	

9.- Pourquoi ?

10.- Concernant les services sur les produits financiers, quels sont les principaux problèmes que vous rencontrez avec les intermédiaires financiers ?

11.- Comment estimez-vous votre connaissance (ou celle des épargnants que vous représentez) de la fiscalité des produits d'épargne que vous détenez ?

1	2	3	4	5	
Très bonne		bonne	insuffisante	mauvaise	très mauvaise

12.- La fiscalité sur les produits financiers vous paraît aujourd'hui :

1	2	3	4	5
Inadaptée			Adaptée	

13.- Quels types de service faudrait-il aujourd'hui développer pour orienter l'épargne ?

14.- Concernant l'évolution des produits financiers, vos consultations avec les représentants de l'Etat est :

1	2	3	4	5
Peu formalisée			Très formalisée	

1	2	3	4	5
Officieuse			Officielle	

1	2	3	4	5
Occasionnelle			Systématique	

15.- Concernant l'évolution des produits financiers, vos consultations avec les intermédiaires financiers est :

1	2	3	4	5
Peu formalisée			Très formalisée	

1	2	3	4	5
Officieuse			Officielle	

1	2	3	4	5
Occasionnelle			Systématique	

16.- Classez par ordre d'importance, les freins au développement des produits financiers :

- une fraction de ceux-ci est de plus en plus risquée,
- une fraction de ceux-ci est de plus en plus complexe,
- une fraction de ceux-ci est de plus en plus ciblée
- une fraction de ceux-ci est de plus en plus inadaptée
- autres

ANNEXE 3 :

EXEMPLES DE FICHES DE LECTURE : ÉPARGNE LIQUIDE SANS RISQUE

Produit	Livret A		
Produit totalement substituable	Livret Bleu, LDD		
Produits substituables	LEP, Livret jeune, et plus généralement tous les produits d'épargne liquide sans risque et sans frottement fiscal.		
Finalité	Financement du logement social.		
Importance en nombre	Plus de 23 millions de livrets		
en volume en milliards d'euros	118		
Dépôt initial minimal (euros)	1,50 euros		
Plafond	15 300 euros		
Caractéristique de risque	sans risque à ce jour		
Horizon de placement	Court terme		
Liquidité	Totalement liquide		
Rémunération	3,5 % depuis de 1 ^{er} février 2008 (fixé par décret)		
Rémunération au-delà du plafond	OUI autorisée en franchise d'impôt sur la capitalisation des intérêts		
Impôt	Exonéré		
Contributions sociales	Exonéré		
Influence d'une modification de la perception du risque	L'influence d'une perte de la garantie de l'Etat (même si elle est remplacée par une garantie bancaire sur les comptes), peut avoir une influence sur les livrets en butée (qui dépassent le plafond)		
Influence d'une modification de la liquidité			
Influence d'une modification de la rémunération brute	Déterminée par décret, elle devrait être faible car elle toucherait tous les produits substituables.		
Influence de la fiscalité	(fiscalité anormale car produit sans risque, disponible à tout moment)		
modification de l'imposition	Difficile à imaginer sans toucher à l'ensemble des produits sur livrets, sinon risque de transferts importants.		
Modification du plafond d'exonération / d'imposition	Devrait être sans effet important (à la hausse) Transfert vers des produits sans risque en cas de baisse (autres livrets et produits en euros)		
Commentaires	Produit phare de l'épargne, semble difficile à toucher individuellement.		
Suggestions	Livret sur-rémunéré par rapport au risque et à son horizon de placement de court terme Livret qui rémunère au-delà du plafond		
	A la lecture des blogs, plus facile à imaginer de ne pas rémunérer au-delà d'un plafond (peut-être réévalué) que de fiscaliser au-delà du plafond.		
	Attention, la réforme va entraîner un risque (inexistant à ce jour).		
	Coût actuel du logement social prohibitif.		
Grille représentation		Grille connaissance	
Variables	Niveau d'importance	Variables	Niveau d'importance
Sécurité	5	Rendement/Risque	5
Rémunération	4	Compréhension	4
Liquidité	5		
Fiscalité	5		

Produit	LDD		
Produit totalement substituable	Livret Bleu, Livret A		
Produits substituables	LEP, Livret jeune, et plus généralement tous les produits d'épargne liquide sans risque et sans frottement fiscal.		
Finalité			
Importance en nombre			
en volume en milliards d'euros	61		
Dépôt initial minimal (euros)			
Plafond	6 000 euros		
Caractéristique de risque	sans risque à ce jour		
Horizon de placement	Court terme		
Liquidité	Totalement liquide		
Rémunération	3,5 % depuis de 1/02/2008 (fixé par décret)		
Rémunération au-delà du plafond	OUI autorisée en franchise d'impôt sur la capitalisation des intérêts		
Impôt	Exonéré		
Contributions sociales	Exonéré		
Influence d'une modification de la perception du risque			
Influence d'une modification de la liquidité	La disponibilité fait partie de l'essence même du produit		
Influence d'une modification de la rémunération brute	Déterminée par décret, elle devrait être faible car elle toucherait tous les produits substituables.		
Influence de la fiscalité	(fiscalité anormale car produit sans risque, disponible à tout moment)		
modification de l'imposition	Difficile à imaginer sans toucher à l'ensemble des produits sur livrets, sinon risque de transferts importants.		
Modification du plafond d'exonération / d'imposition	Devrait être sans effet important (à la hausse) Transfert vers des produits sans risque en cas de baisse (autres livrets et produits en euros)		
Commentaires			
Suggestions	Livret sur-rémunéré par rapport au risque et à son horizon de placement de court terme		
	Livret qui rémunère au-delà du plafond		
Grille représentation		Grille connaissance	
Variables	Niveau d'importance	Variables	Niveau d'importance
Sécurité	5	Rendement/Risque	5
Rémunération	4	Compréhension	4
Liquidité	5		
Fiscalité	5		

Produit	Livret d'épargne populaire (LEP)		
Produit totalement substituable	Livret Bleu, Livret A		
Produits substituables	Tous les produits d'épargne liquide sans risque et sans frottement fiscal.		
Finalité	Livret d'épargne orienté vers les personnes non imposables ou payant moins de 732 € d'impôt sur le revenu.		
Importance en nombre			
en volume en milliards d'euros	60		
Dépôt initial minimal (euros)	30 euros		
Plafond	7 700 euros		
Caractéristique de risque	sans risque à ce jour		
Horizon de placement	Court terme		
Liquidité	Totalement liquide		
Rémunération	4,25 % depuis de 1/02/2008		
Rémunération au-delà du plafond	OUI autorisée en franchise d'impôt sur la capitalisation des intérêts		
Impôt	Exonéré		
Contributions sociales	Exonéré		
Influence d'une modification de la perception du risque	Pas de risque		
Influence d'une modification de la liquidité	La disponibilité fait partie de l'essence même du produit		
Influence d'une modification de la rémunération brute	Est relié au livret A (majoré de 75 points de base)		
Influence de la fiscalité			
modification de l'imposition			
Modification du plafond d'exonération / d'imposition			
Commentaires Suggestions			
Grille représentation		Grille connaissance	
Variables	Niveau d'importance	Variables	Niveau d'importance
Sécurité	5	Rendement/risque	5
Rémunération	5	Compréhension	3
Liquidité	5		
Fiscalité	5		

Produit	Compte d'épargne logement		
Produit totalement substituable			
Produits substituables	Tous les produits d'épargne liquide sans risque et sans frottement fiscal.		
Finalité	Placement qui permet d'obtenir des crédits à taux préférentiels pour le financement de son habitation, auquel se rajoute une prime versée par l'état		
Importance en nombre			
en volume en milliards d'euros	37		
Dépôt initial minimal (euros)	300 euros		
Plafond	15 300 euros		
Caractéristique de risque	sans risque à ce jour		
Horizon de placement	Court terme		
Liquidité	Totalement liquide		
Rémunération	2,25 % soit 2/3 du livret A arrondi au ¼ de point le plus proche		
Rémunération au-delà du plafond	OUI autorisée en franchise d'impôt sur la capitalisation des intérêts		
Impôt	Exonéré		
Contributions sociales	OUI		
Influence d'une modification de la perception du risque	Pas de risque		
Influence d'une modification de la liquidité	La disponibilité fait partie de l'essence même du produit		
Influence d'une modification de la rémunération brute	Indépendamment du calcul de la rémunération brute, peut être sensible à la modification de l'assiette du calcul de la prime (50 % des intérêts aujourd'hui plafonnés à 1 144 €).		
Influence de la fiscalité			
modification de l'imposition			
Modification du plafond d'exonération / d'imposition			
Commentaires	Produit intéressant que par l'ouverture d'un crédit à terme et sous réserve d'une hausse des taux d'intérêts sur le marché (ce qui permet un différentiel de taux intéressant). Les prêts sont réalisés sur une base du taux d'intérêt de l'épargne majoré de 1,5 %		
Suggestions	Attention, les modifications peuvent également porter sur le montant maximum de l'emprunt, aujourd'hui plafonné à 23 000 et sur la durée de l'épargne, aujourd'hui au minimum de 18 mois.		
Grille représentation		Grille connaissance	
Variabes	Niveau d'importance	Variabes	Niveau d'importance
Sécurité	5	Rendement/Risque	4
Rémunération	3	Compréhension	2
Liquidité	5		
Fiscalité	3		

ANNEXE 4 :

CARACTÉRISTIQUES DES PRINCIPAUX PRODUITS D'ÉPARGNE ACCESSIBLES AUX ÉPARGNANTS PARTICULIERS

LIVRETS D'ÉPARGNE			
Produits	Objectifs	Conditions de détention	Horizon
LIVRETS D'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE : les produits suivants sont exonérés de toute imposition			
Livret A	Placements de liquidités	Un seul livret par personne et non-cumul avec le livret bleu	Court terme Plafond de dépôts : 15 300 euros Rémunération : 3,50 % depuis le 1 ^{er} février 2008 Les intérêts sont calculés par quinzaine civile
Livret de développement durable (LDD), ex-Codevi	Placements de liquidités	Personnes physiques ayant leur domicile physique en France	Court terme Plafond de dépôts : 6 000 euros Rémunération : 3,50 % depuis le 1 ^{er} février 2008 Les intérêts sont calculés par quinzaine civile
Livret d'épargne populaire (LEP)	Placements de liquidités	Réservé à tout contribuable ayant son domicile fiscal en France, redevable en 2006 d'un impôt sur le revenu inférieur ou égal à 732 euros Deux livrets par foyer fiscal	Court terme Plafond de dépôts : 7 700 euros Rémunération : 4,25 % depuis le 1 ^{er} février 2008 Les intérêts sont calculés par quinzaine civile
Livret jeune	Placements de liquidités	S'adresse à toute personne âgée de 12 à 25 ans, résidant en France à titre habituel Un seul livret par personne	Court terme Plafond de dépôts : 1 600 euros Rémunération : libre, mais \geq 3,00 % Les intérêts sont calculés par quinzaine civile
Livret d'épargne entreprise (LEE)	Placements de liquidités	Un seul livret par foyer fiscal Contrat passé entre une personne physique et un établissement de crédit Pendant la phase d'épargne, les fonds sont indisponibles. En contrepartie, le souscripteur bénéficie à l'échéance d'un prêt à taux réduit	Durée minimale des sommes pour obtenir un prêt : 2 ans Plafond de dépôts : 45 800 euros Rémunération : 2,25 %
Livret bleu du Crédit mutuel	Placements de liquidités	Un seul livret par personne et non-cumul avec le livret A	Plafond de dépôts : 15 300 euros Rémunération : 3,50 % depuis le 1 ^{er} février 2008

LES PLACEMENTS BANCAIRES FISCALISÉS			
Livret B	Placements de liquidités	Plusieurs livrets peuvent être ouverts par une même personne et cumul possible avec tout autre livret	<p>Pas de plafond de dépôts</p> <p>Rémunération libre, les intérêts sont calculés par quinzaine civile</p> <p><u>Régime fiscal</u> : les intérêts capitalisés sont soumis au choix au barème progressif de l'impôt sur le revenu ou au prélèvement forfaitaire libératoire de 18 %, auquel s'ajoutent 11 % de prélèvements sociaux ⁽¹⁾</p> <p>Rémunération : variable selon les établissements</p> <p>Les intérêts sont calculés par quinzaine civile</p> <p><u>Régime fiscal</u> :</p> <ul style="list-style-type: none"> - pour les particuliers résidents français : les intérêts perçus sont soumis aux choix à l'impôt sur le revenu ou * au prélèvement forfaitaire libératoire au taux de 18 % ; * au prélèvement forfaitaire libératoire au taux de 60 % en cas d'anonymat (cas des bons d'épargne), auquel s'ajoutent 11 % de prélèvements sociaux <p>- pour les particuliers non-résidents : les intérêts sont exonérés de toute imposition en France mais imposés dans l'Etat de résidence fiscale, en application des règles fiscales en vigueur dans cet Etat</p>
Livrets bancaires Comptes à terme Bons d'épargne	Placements de liquidités	Tout particulier majeur résident ou non résident	Court terme

(1) Les prélèvements sociaux pratiqués sur les revenus du capital mobilier et financier se décomposent comme suit :

- 8,2 % au titre de la contribution sociale généralisée (CSG), une augmentation de 0,7 % en vigueur à partir du 1^{er} janvier 2005 ayant été instaurée par la loi n° 2004-810 du 13 août 2004 relative à l'assurance maladie ;
- 0,5 % au titre de la contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS) ;
- s'ajoute une contribution supplémentaire de 2,3 % une augmentation de 0,3 % ayant été instaurée par la loi n° 2004-626 du 30 juin 2004 relative à la solidarité pour l'autonomie des personnes âgées et des personnes handicapées.

<p>Le compte d'épargne codéveloppement ⁽¹⁾</p>	<p>Financer des opérations dans le pays d'origine</p>	<p>Réservé exclusivement aux étrangers : - ayant la nationalité d'un pays en voie de développement ; - et titulaires d'une carte de séjour permettant l'exercice d'une activité professionnelle en France.</p>		<p>Les versements effectués sur le compte ouvrent droit à une déduction du revenu net global du foyer du titulaire dans la limite annuelle de 25 % de celui-ci et de 20 000 euros par personne. Tout retrait, total ou partiel, des sommes versées sur le compte et ayant donné lieu à cette déduction est subordonné au fait qu'il a pour objet de servir effectivement un investissement autorisé (création, prise de participation dans les entreprises locales, rachat de fonds de commerce, ...).</p>
--	---	--	--	--

(1) Créé par la loi n° 2006-911 du 24 juillet 2006 relative à l'immigration et à l'intégration.

LES PRODUITS D'ÉPARGNE LOGEMENT				
Produits	Objectifs	Conditions de détention	Horizon	Caractéristiques
<p>Plan d'épargne logement (PEL)</p>	<p>Préparation d'un projet immobilier</p>	<p>Toute personne physique Un seul plan par personne</p>	<p>Durée minimale de détention : 4 ans</p>	<p>* Plafond de dépôts : 61 200 euros hors intérêts capitalisés</p> <p>* Imposition des intérêts :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les intérêts acquis jusqu'au 12^{ème} anniversaire du plan (jusqu'à la date d'échéance pour les PEL ouverts avant le 1^{er} avril 1992) sont exonérés d'impôt sur le revenu. - Les intérêts acquis à compter du 12^{ème} anniversaire du plan (à compter de la date d'échéance pour les PEL ouverts avant le 1^{er} avril 1992) sont imposables, au choix, au barème progressif de l'impôt sur le revenu ou au prélèvement forfaitaire libératoire au taux de 18 %. Cette imposition ne concerne que les intérêts courus depuis le 1^{er} janvier 2006 et intervient lors de la capitalisation annuelle au 31 décembre de chaque année. <p>* Prélèvements sociaux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les intérêts du plan sont soumis à 11 % de prélèvements sociaux - Ces prélèvements sociaux sont appliqués : <ul style="list-style-type: none"> • lors de la clôture si celle-ci intervient avant la date d'échéance du plan (10^{ème} anniversaire pour les PEL ouverts depuis le 1^{er} avril 1992) • ou au 31 décembre de l'année d'échéance pour les plans échus non clos, sur la base de tous les intérêts acquis jusqu'à cette date. Les intérêts acquis ultérieurement sont soumis aux prélèvements sociaux lors de leur capitalisation annuelle qui a lieu le 31 décembre de chaque année. <p>* Rémunération = 2,50 % hors prime d'État</p> <p>* Prime d'État = pour les PEL ouverts à partir du 12 décembre 2002, la prime d'État n'est versée qu'en cas d'obtention d'un prêt épargne logement. Elle est égale à 2/5^{ème} des intérêts acquis à 2,50 %, dans la limite de 1 525 euros, pour les plans ouverts à compter du 1^{er} août 2003. Elle porte donc la rémunération à 3,50 %.</p> <p>Elle est exonérée d'impôt sur le revenu et soumise à 11 % de prélèvements sociaux dus lors de son versement.</p>

		Caractéristiques			
Produits					
Compte épargne logement (CEL)		Plafond de dépôts : 15 300 euros Rémunération = 2,25 % avant fiscalité La prime d'État (1 144 euros maximum) complète cette rémunération et est versée lors d'un prêt épargne logement Régime fiscal = les intérêts capitalisés et la prime d'État sont exonérés d'impôt mais soumis à 11 % de prélèvements sociaux	Horizon	Durée minimale de détention : 18 mois pour droit à prêt	
		Toute personne physique Un seul compte par personne	Conditions de détention		
		Préparation d'un projet immobilier	Objectifs		
Assurance-vie		Constitution d'un complément de retraite Préparation d'une succession	Toute personne physique	8 ans	
L' ASSURANCE-VIE					
* Fiscalité applicable au retrait du capital (1) :					
<i>(contrats conclus à partir du 26 septembre 1997)</i>					
	Prélèvement libératoire	Avant 4 ans	Entre 4 et 8 ans	Au-delà de 8 ans	
		35 % ou intégration dans la déclaration des revenus	15 % ou intégration dans la déclaration des revenus	Exonération des plus-values jusqu'à : * 4 600 euros par an pour une seule personne * 9 200 euros par an pour un couple marié soumis à une imposition commune	Au-delà des plafonds d'exonération : 7,5 % ou intégration dans la déclaration des revenus
	Prélèvements sociaux (2)	11 %	11 %	11 %	11 %
	TOTAL	46 %	26 %	11 %	18,5 %

				<p>* Fiscalité en cas de transmission :</p> <p>– <i>En cas de transmission au conjoint ou au partenaire pacsé</i> : depuis l'entrée en vigueur de la loi n° 2007-223 du 21 août 2007 relative au travail, à l'emploi et au pouvoir d'achat, le conjoint survivant et le partenaire d'un PACS sont totalement exonérés de droits de succession. Cette réforme est étendue aux frères et sœurs, célibataires, veufs, divorcés ou séparés de corps à la double condition qu'ils soient au moment de l'ouverture de la succession :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Agés de plus de 50 ans ou atteint d'une infirmité les mettant dans l'impossibilité de subvenir par leur travail aux nécessités de l'existence <u>ET</u> • Qu'ils aient été constamment domiciliés avec le défunt pendant les cinq années ayant précédé le décès. <p>– <i>En cas de transmission à d'autres bénéficiaires</i> :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pour les primes versées avant les 70 ans de l'assuré : exonération à hauteur de 152 000 euros par bénéficiaire sur le capital transmis (plus-values incluses). Au-delà de 152 000 euros, ce capital est imposé au taux de 20 %. • Pour les primes versées après les 70 ans de l'assuré : exonération des plus values, exonération sur le capital transmis à hauteur des 30 500 premiers euros. Au-delà, ce capital est soumis aux droits de succession en fonction du lien de parenté entre l'assuré et le bénéficiaire. <p>* Régime de la rente : la rente est soumise au barème progressif de l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux sur une fraction de son montant (plus l'âge du bénéficiaire est élevé, plus réduite est la partie de la rente assujettie à imposition).</p> <p>* Réduction d'impôt sur le revenu : les primes afférentes aux contrats de « rente-survie » et d'« épargne-handicap » ouvrent droit à une réduction d'impôt sur le revenu égale à 25 % du montant total des primes versées dans la limite d'un plafond fixé à 1 525 euros majoré de 300 euros par enfant à charge.</p>
--	--	--	--	---

(1) La loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 prévoit que la transformation d'un contrat en euros en contrats multirisques n'est pas synonyme de dénouement et n'est donc pas soumise à l'impôt, sous réserve qu'une part significative des sommes soit investie en unités de compte.

(2) Pour les contrats en euros, les prélèvements sociaux s'appliquent annuellement sur les intérêts inscrits en compte ; pour les contrats en unités de compte, ils s'appliquent à l'échéance et dépendent donc de la date du gain, comme c'est le cas pour le PEA.

LES PRODUITS D'ÉPARGNE RETRAITE			
Produits	Conditions d'adhésion	Sortie anticipée	Caractéristiques
<p>Plan d'épargne populaire (PEP)</p>	<p>Toute personne physique</p>	<p>Possibilité de déblocage anticipé (sans remise en cause des avantages fiscaux) dans les situations impliquant une forte probabilité de difficulté matérielle de l'adhérent :</p> <ul style="list-style-type: none"> - expiration des droits à l'assurance chômage à la suite d'un licenciement ; - cessation de l'activité non salariée à la suite d'un jugement de liquidation judiciaire ; - invalidité grave. 	<p>Le PEP, créé en 1990 pour développer une épargne longue et stable en vue de préparer la retraite, a été remplacé par le PERP (plan d'épargne retraite populaire) depuis la loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites. Il n'est donc plus possible d'ouvrir de PEP depuis le 25 septembre 2003. Pour autant, les plans ouverts avant cette date continuent de courir.</p> <p>Plafond de dépôts : 92 000 euros.</p> <p>Pendant la durée du plan, les produits du PEP sont capitalisés en franchise d'impôt et au terme d'une période minimale de 8 ans, les sommes retirées (capital ou rente) sont exonérées d'impôt sur le revenu. Les prélèvements sociaux (11 %) sont par contre applicables.</p> <p>* Fiscalité applicable en fonction de la date de retrait des fonds :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Entre 4 et 8 ans : impôt sur le revenu, ou sur option, prélèvement forfaitaire libératoire au taux de 18 % auquel s'ajoutent 11 % de prélèvements sociaux - Au-delà de 8 ans : exonération d'impôt sur le revenu mais assujettissement aux prélèvements sociaux (11 %). <p>* Sortie en rente viagère :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Si le plan est clos avant 8 ans, la rente est soumise à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux (11 %) ; - Si le plan est clos <u>au-delà de 8 ans</u>, la rente est exonérée d'impôt sur le revenu et soumise aux prélèvements sociaux (11 %), sur une fraction de son montant selon le régime des rentes viagères à titre onéreux. <p>Cette fraction est déterminée d'après l'âge du créancier lors de l'entrée en jouissance de la rente et est fixée à :</p> <ul style="list-style-type: none"> - 70 % si, à la date considérée, l'intéressé était âgé de moins de 50 ans ; - 50 % s'il était âgé de 50 à 59 ans inclus ; - 40 % s'il était âgé de 60 à 69 inclus ; - 30 % s'il était âgé de plus de 69 ans.

<p>Plan d'épargne retraite populaire (PERP)</p>	<p>associatif à adhésion individuelle et facultative</p> <p>Constitution d'un complément de retraite</p>	<p>Les sommes inscrites au PERP doivent être détenues jusqu'au départ en retraite</p> <p>Possibilité de déblocage anticipé (sans remise en cause des avantages fiscaux) dans les situations impliquant une forte probabilité de difficulté matérielle de l'adhérent :</p> <ul style="list-style-type: none"> - expiration des droits à l'assurance chômage à la suite d'un licenciement ; - cessation de l'activité non salariée à la suite d'un jugement de liquidation judiciaire ; - invalidité grave. 	<p>* Principe de déduction des cotisations : Les avantages fiscaux s'appliquent dès la souscription du produit et non à sa sortie : les cotisations versées sont en effet déductibles du revenu imposable, dans la limite d'un plafond unique et global aux divers produits d'épargne retraite (contrats « article 83 », PERCO, Madelin, ...).</p> <p>La limite globale de cette déduction est égale au plus élevé de ces deux montants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • 10 % des revenus imposables de l'année précédente, après abattement de 10 %, dans la limite de 8 Pass ⁽¹⁾ de l'année précédente, soit 25 747 euros pour les versements effectués en 2008 ; • 10 % du Pass de l'année précédente, soit 3 218 euros pour les versements effectués en 2008. <p>⁽¹⁾ <i>Le Pass (plafond annuel de la sécurité sociale) est de 32 184 euros pour 2007 et de 33 276 euros pour 2008</i></p> <p>* Sortie (obligatoirement) en rente viagère : La rente est soumise à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des pensions et retraites, après abattement de 10 %, et assujettie aux prélèvements sociaux aux taux applicables aux revenus de remplacement (CSG et CRDS).</p> <p>* Régime des rachats : Il est possible de racheter ses droits dans des cas exceptionnels limitativement énumérés par la loi : les produits perçus sont imposés au barème progressif de l'impôt sur le revenu ou soumis au prélèvement forfaitaire libérateur de 18 %.</p>
<p>Dispositif Madelin : épargne retraite des non-salariés non agricoles (loi n° 94-126 du 11 février 1994)</p>	<p>Adhésion individuelle facultative</p>	<p>Possibilité de déblocage anticipé en cas de :</p> <ul style="list-style-type: none"> - cessation d'activité à la suite d'une liquidation judiciaire ; - invalidité grave de l'assuré. 	<p>* Déduction des versements des revenus imposables dans les limites suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bénéfice supérieur au Pass : <ul style="list-style-type: none"> • 10 % du revenu imposable (plafonné à 8 fois le Pass de l'année en cours) ; • + déduction spécifique de 15 % du revenu imposable compris entre 1 et 8 Pass - Bénéfice inférieur au Pass : <ul style="list-style-type: none"> • 10 % du Pass soit 3 327 euros pour 2008 <p>* Sortie en rente viagère : La rente est soumise à l'impôt sur le revenu, après abattement de 10 % et soumise aux prélèvements sociaux (11 %)</p>

<i>Voir Produits d'épargne salariale</i>		
Plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO)		
Contrats à cotisations définies (article 83 du CGI)	Régimes collectifs à adhésion obligatoire pour tout ou partie du personnel de l'entreprise	<p>* <u>Les cotisations</u> : Les cotisations sont exonérées d'impôt sur le revenu dans la limite d'un plafond.</p> <p>* <u>Sortie en rente viagère</u> : La rente est soumise au barème de l'impôt sur le revenu dans la catégorie des pensions et retraites.</p> <p>* <u>Les cotisations</u> : Les cotisations sont exonérées d'impôt sur le revenu dans la limite d'un plafond.</p> <p>* <u>Sortie en rente viagère</u> : La rente est soumise au barème de l'impôt sur le revenu dans la catégorie des pensions et retraites.</p> <p>* <u>Les cotisations</u> : Les cotisations sont exonérées d'impôt sur le revenu.</p> <p>* <u>Sortie en rente viagère</u> : La rente est soumise au barème de l'impôt sur le revenu dans la catégorie des pensions et retraites.</p>
Contrats à prestations définies (article 39 du CGI)	Régimes collectifs à adhésion obligatoire pour tout ou partie du personnel de l'entreprise	
PREFON (Épargne retraite des fonctionnaires)	Adhésion individuelle facultative	
L'ÉPARGNE EN TITRES		
Produits	Objectifs	Horizon
Actions	Placer un capital et réaliser des plus-values Obtenir des dividendes	Long terme
		<p>Caractéristiques</p> <p>Régime de droit commun</p> <p>* Régime d'imposition des revenus distribués : Les dividendes sont imposés, sur option du contribuable :</p> <ul style="list-style-type: none"> - au prélèvement forfaitaire libératoire de 18 %, auquel s'ajoutent les prélèvements sociaux (11 %) (1) ; - au barème progressif de l'impôt sur le revenu, après abattements de 40 % et de 1 525 euros par an pour une personne seule (3 050 euros pour un couple), auquel s'ajoutent les prélèvements sociaux (11 %). <p>Les revenus distribués ouvrent également droit à un crédit d'impôt. Celui-ci est égal à 50 % du montant des revenus distribués et plafonné à 115 euros (pour une personne seule) et à 230 euros (pour un couple).</p> <p>* <u>Régime d'imposition des plus-values de cession</u> :</p>

			<p>Les plus-values sont imposées au taux forfaitaire de 18 % auquel s'ajoutent 11 % de prélèvements sociaux dès que le seuil de cession de 25 000 euros est dépassé.</p> <p>L'article 29 de la loi de finances rectificative pour 2005 a instauré un abattement progressif d'un tiers pour chaque année de détention de titres, applicable à partir de la sixième année de détention. Après huit années de détention, l'exonération applicable aux plus-values réalisées est totale (2).</p> <p>(1) La retenue se fait à la source depuis le 1^{er} janvier 2008. (2) Loi n° 2005-1720 du 30 décembre 2005. La durée de détention des titres n'est décomptée qu'à partir du 1^{er} janvier 2006 et les premières exonérations ne seront possibles qu'à partir de 2012.</p>
<p>Obligations</p>	<p>Placer un capital et réaliser des plus-values à long terme</p> <p>Toucher des intérêts</p>	<p>Long terme</p>	<p>Régime de droit commun</p> <p>* Régime d'imposition des intérêts :</p> <p>Les intérêts sont soumis, sur option du contribuable :</p> <ul style="list-style-type: none"> - au prélèvement forfaitaire libératoire de 18 % ou - au barème progressif de l'impôt sur le revenu, auxquels s'ajoutent les prélèvements sociaux (11 %). <p>* Régime d'imposition des plus-values de cession :</p> <p>Les plus-values de cession sont imposables au prélèvement forfaitaire libératoire de 18 %, auquel s'ajoutent les prélèvements sociaux (11 %) dès que le seuil de cession de 25 000 euros est dépassé.</p> <p>*</p>
<p>Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) :</p> <ul style="list-style-type: none"> - SICAV : sociétés d'investissement à capital variable <p>et</p> <ul style="list-style-type: none"> - FCP : fonds commun de placement 	<p>Placer un capital et réaliser des plus-values sur le long terme (OPCVM de capitalisation)</p> <p>Obtenir des dividendes ou des intérêts (OPCVM de distribution)</p>	<p>Moyen/long terme</p>	<p>Régime d'imposition des plus-values de cession (OPCVM de capitalisation) :</p> <p>Les plus-values de cession sont imposables au prélèvement forfaitaire libératoire de 18 %, auquel s'ajoutent les prélèvements sociaux (11 %) dès que le seuil de cession de 25 000 euros est dépassé.</p> <p>* Régime d'imposition des revenus distribués (OPCVM de distribution) :</p> <ul style="list-style-type: none"> - OPCVM actions = Imposition, sur option du contribuable, au prélèvement forfaitaire libératoire de 18 % auquel s'ajoutent 11 % de prélèvements sociaux), ou au barème progressif de l'impôt sur le revenu, après abattements de 40 % et de 1 525 euros par an pour une personne seule (3 050 euros pour un couple), auquel s'ajoutent les prélèvements sociaux (11 %).

			<p>Le crédit d'impôt est égal à 50 % et plafonné à 115 euros (personne seule) ou à 230 euros (couple).</p> <p>– OPCVM obligatoires = Imposition, sur option du contribuable, au prélèvement forfaitaire libératoire de 18 % auquel s'ajoutent 11 % de prélèvements sociaux, ou au barème progressif de l'impôt sur le revenu auquel s'ajoutent 11 % de prélèvements sociaux.</p>
<p align="center">Avantages fiscaux accordés à certaines catégories de fonds communs de placement spécifiques :</p>			
<p>FCPR « fiscaux »</p>	<p>FCPR : les fonds commun de placement à risques</p> <p>Le portefeuille des FCPR dits « fiscaux » est constitué : - pour 50 % au moins, directement ou indirectement de titres de sociétés européennes non cotées OU</p> <p>- dans la limite de 20 %, de titres de sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros.</p>	<p>Les plus-values sont exonérées d'impôt sur le revenu mais assujetties aux prélèvements sociaux (11 %), si les conditions suivantes sont réunies :</p> <ul style="list-style-type: none"> - les parts sont conservées pendant cinq ans à compter de leur souscription et demeurent indisponibles ; - le porteur ne doit pas détenir directement ou indirectement plus de 25 % des droits dans les bénéfices de sociétés dont les titres figurent à l'actif du fonds (ou avoir détenu ce montant à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la souscription des parts du fonds ou l'apport des titres). 	
<p>Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)</p>	<p>Les FCPI sont des fonds investissant pour au moins 60 % de leurs actifs dans des entreprises innovantes.</p>	<p>* Réduction d'impôt au titre des investissements dans les PME : Les versements effectués jusqu'au 31 décembre 2010 pour la souscription de parts de FCPI ouvrent droit à une réduction d'impôt sur le revenu à condition que :</p> <ul style="list-style-type: none"> - le porteur s'engage à conserver les parts pendant cinq ans à compter de leur souscription ; - le porteur ne doit pas détenir plus de 10 % des parts ni plus de 25 % des droits dans les bénéfices des sociétés investies. 	<p>Cette réduction est égale à 25 % du montant des souscriptions effectuées, dans la limite annuelle de 12 000 euros (pour une personne seule) ou 24 000 euros (pour un couple).</p>
<p>FCPI « ISF »</p>	<p>Si le portefeuille est constitué :</p> <ul style="list-style-type: none"> ● pour 40 % en titres de sociétés de moins de cinq ans qui : <ul style="list-style-type: none"> - sont en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion ; - ne sont pas qualifiables d'entreprise en difficultés ni ne relèvent des secteurs de la construction navale, de l'industrie houillère ou de la sidérurgie ; ● ne bénéficie pas de versements supérieurs à un plafond (fixé à 20 000 euros). 	<p>Ces versements ouvrent également droit à une réduction d'impôt de solidarité sur la fortune égale à 50 % du montant des versements effectués au titre des souscriptions (dans la limite annuelle de 20 000 euros).</p>	

		<p>Cette réduction d'impôt peut se cumuler avec le régime d'exonération d'impôt de solidarité sur la fortune prévu à l'article 885 I <i>ter</i> du code général des impôts.</p> <p>* Fiscalité applicable aux plus-values : Elles sont exonérées d'impôt si la condition de cinq ans de détention est respectée.</p>
<p>Fonds d'investissement de proximité (FIP)</p>	<p>Si le portefeuille est constitué :</p> <ul style="list-style-type: none"> ● pour 20 % en titres de sociétés de moins de cinq ans qui : <ul style="list-style-type: none"> - sont en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion ; - ne sont pas qualifiables d'entreprise en difficultés ni ne relèvent des secteurs de la construction navale, de l'industrie houillère ou de la sidérurgie ; ● ne bénéficie pas de versements supérieurs à un plafond (fixé à 20 000 euros). 	<p>* Réduction d'impôt au titre des investissements dans les PME : Les versements effectués jusqu'au 31 décembre 2010 pour la souscription de parts de FIP ouvrent droit à une réduction d'impôt sur le revenu à condition que : - le porteur s'engage à conserver les parts pendant cinq ans à compter de leur souscription ; - le porteur ne doit pas détenir plus de 10 % des parts ni plus de 25 % des droits dans les bénéfices des sociétés investies.</p> <p>Cette réduction est égale à 25 % du montant des souscriptions effectuées, dans la limite annuelle de 12 000 euros (pour une personne seule) ou 24 000 euros (pour un couple).</p> <p>Cette réduction est portée à 50 % si le FIP est situé en Corse.</p> <p>Ces versements ouvrent également droit à une réduction d'impôt de solidarité sur la fortune égale à 50 % du montant des versements effectués au titre des souscriptions (dans la limite annuelle de 20 000 euros).</p> <p>Cette réduction d'impôt peut se cumuler avec le régime d'exonération d'impôt de solidarité sur la fortune prévu à l'article 885 I <i>ter</i> du code général des impôts.</p> <p>* Fiscalité applicable aux plus-values : Elles sont exonérées d'impôt si la condition de cinq ans de détention est respectée.</p>

<p>Plan d'épargne en actions (PEA)</p>	<p>Placer un capital Constituer une rente pour la retraite</p>	<p>- 5 ans sans retrait - au-delà de 8 ans, possibilité d'opter pour le versement d'une rente défiscalisée</p>	<p>Pendant la durée du plan, les dividendes reçus et les plus-values de cession opérées dans le cadre du PEA sont exonérés d'impôt sur le revenu, à condition d'être réinvestis dans le PEA. Les produits des placements effectués en actions non cotées ne bénéficient de l'exonération d'impôt que dans la limite de 10 % du montant de ces placements. Plafond de dépôts : 132 000 euros (264 000 euros pour un couple)</p> <p>* Régime d'imposition applicable en cas de clôture du plan :</p> <table border="1" data-bbox="355 191 728 855"> <tr> <td data-bbox="355 709 728 855"> <p><u>Avant 2 ans</u></p> </td> <td data-bbox="355 191 728 709"> <p>Imposition forfaitaire au taux de 22,5 %, en cas de dépassement du seuil de 25 000 euros et prélèvements sociaux de 11 %. En dessous de ce seuil, ni impôt sur le revenu, ni prélèvements sociaux</p> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="451 709 728 855"> <p><u>Entre 2 et 5 ans</u></p> </td> <td data-bbox="451 191 728 709"> <p>Imposition forfaitaire à 18 %, en cas de dépassement du seuil de 25 000 euros, et prélèvements sociaux de 11 %. En dessous de ce seuil, ni impôt sur le revenu, ni prélèvements sociaux</p> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="547 709 728 855"> <p><u>Entre 5 et 8 ans</u></p> </td> <td data-bbox="547 191 728 709"> <p>Gain net totalement exonéré d'impôt sur le revenu, mais prélèvements sociaux de 11 % sur la fraction acquise à partir du 1^{er} janvier 2005 (1)</p> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="644 709 728 855"> <p><u>Après 8 ans</u></p> </td> <td data-bbox="644 191 728 709"> <p>Possibilité de sortie en rente viagère, exonérée d'impôt sur le revenu. Les prélèvements sociaux (11 %) s'appliquent sur une fraction du montant de la rente. Possibilité de continuer les versements, sauf en cas de retrait d'une partie des sommes.</p> </td> </tr> </table> <p>Depuis le 1^{er} janvier 2005, les pertes constatées lors de la clôture d'un PEA de plus de cinq ans sont imputables sur les gains de même nature réalisés l'année de clôture et les dix années suivantes, dès lors que le seuil de cessions a été franchi et que les titres figurant dans le plan ont été cédés en totalité.</p>	<p><u>Avant 2 ans</u></p>	<p>Imposition forfaitaire au taux de 22,5 %, en cas de dépassement du seuil de 25 000 euros et prélèvements sociaux de 11 %. En dessous de ce seuil, ni impôt sur le revenu, ni prélèvements sociaux</p>	<p><u>Entre 2 et 5 ans</u></p>	<p>Imposition forfaitaire à 18 %, en cas de dépassement du seuil de 25 000 euros, et prélèvements sociaux de 11 %. En dessous de ce seuil, ni impôt sur le revenu, ni prélèvements sociaux</p>	<p><u>Entre 5 et 8 ans</u></p>	<p>Gain net totalement exonéré d'impôt sur le revenu, mais prélèvements sociaux de 11 % sur la fraction acquise à partir du 1^{er} janvier 2005 (1)</p>	<p><u>Après 8 ans</u></p>	<p>Possibilité de sortie en rente viagère, exonérée d'impôt sur le revenu. Les prélèvements sociaux (11 %) s'appliquent sur une fraction du montant de la rente. Possibilité de continuer les versements, sauf en cas de retrait d'une partie des sommes.</p>
<p><u>Avant 2 ans</u></p>	<p>Imposition forfaitaire au taux de 22,5 %, en cas de dépassement du seuil de 25 000 euros et prélèvements sociaux de 11 %. En dessous de ce seuil, ni impôt sur le revenu, ni prélèvements sociaux</p>										
<p><u>Entre 2 et 5 ans</u></p>	<p>Imposition forfaitaire à 18 %, en cas de dépassement du seuil de 25 000 euros, et prélèvements sociaux de 11 %. En dessous de ce seuil, ni impôt sur le revenu, ni prélèvements sociaux</p>										
<p><u>Entre 5 et 8 ans</u></p>	<p>Gain net totalement exonéré d'impôt sur le revenu, mais prélèvements sociaux de 11 % sur la fraction acquise à partir du 1^{er} janvier 2005 (1)</p>										
<p><u>Après 8 ans</u></p>	<p>Possibilité de sortie en rente viagère, exonérée d'impôt sur le revenu. Les prélèvements sociaux (11 %) s'appliquent sur une fraction du montant de la rente. Possibilité de continuer les versements, sauf en cas de retrait d'une partie des sommes.</p>										

(1) Le taux des prélèvements sociaux est de :

- 0 % sur la fraction du gain acquise avant le 1^{er} février 1996 ;
- 0,5 % sur la fraction du gain acquise entre le 1^{er} février 1996 et le 31 décembre 1996 ;
- 3,9 % sur la fraction du gain acquise entre le 1^{er} janvier 1997 et le 31 décembre 1997 ;
- 10 % sur la fraction du gain acquise entre le 1^{er} janvier 1998 et le 30 juin 2004 ;
- 10,3 % sur la fraction du gain acquise entre le 1^{er} juillet 2004 et 31 décembre 2004.

L'ÉPARGNE SALARIALE	
	Caractéristiques
Participation	<p>Les sommes reçues au titre de la participation sont exonérées d'impôt sur le revenu. L'exonération est réduite de moitié pour les accords conclus avant le 20 février 2001 qui ont ramené la durée d'indisponibilité des sommes à trois ans (sauf pour les salariés adhérant à un PEE qui demandent l'affectation de leur participation à ce plan, où la durée d'indisponibilité est de cinq ans).</p> <p>Les plus-values sont exonérées d'impôt mais assujetties aux prélèvements sociaux (11 %).</p>
Intéressement	<p>Les sommes reçues au titre de l'intéressement sont exonérées d'impôt sur le revenu, à condition d'être versées dans un plan d'épargne salariale (PEE, PEI ou PERCO), au plus tard dans les quinze jours suivant leur versement et dans la limite, chaque année, de la moitié du Pass, soit 16 638 euros pour 2008.</p> <p>L'intéressement est assujéti à la CSG et à la CRDS.</p>
Plan d'épargne d'entreprise (PEE) ou interentreprises (PEI)	<p>Les sommes versées par les entreprises sont exonérées de l'impôt sur le revenu établi au nom du bénéficiaire, à condition d'être maintenues dans le plan pendant au moins cinq ans.</p> <p>Il en est de même pour les revenus des titres s'ils sont réemployés dans le plan d'épargne durant les cinq ans d'indisponibilité. L'exonération est maintenue au-delà de cinq ans tant que les bénéficiaires ne demandent pas la remise des titres acquis pour leur compte.</p> <p>Les versements volontaires des salariés ne sont pas déductibles de leur revenu imposable.</p> <p>Les plus-values sont exonérées d'impôt mais assujetties aux prélèvements sociaux (11 %).</p>
Plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO)	<p>* Alimentation du plan :</p> <p>Les PERCO peuvent recevoir les versements volontaires des salariés, qui ne peuvent dépasser 2,5 % de leur rémunération annuelle (ou 25 % du plafond annuel de la Sécurité sociale, soit 8 319 € en 2008, pour les salariés n'ayant perçu aucune rémunération au cours de l'année précédente), les primes d'intéressement et les sommes dues au titre de la participation.</p> <p>L'entreprise peut également effectuer des versements complémentaires (« abondements ») plafonnés à 16 % du plafond annuel de la Sécurité sociale (soit 5 324 euros en 2008) par an et à 3 fois le montant des versements du salarié.</p> <p>Les versements volontaires des salariés ne sont pas déductibles de leur revenu imposable.</p>
	<p>Mis en place obligatoirement par négociation collective</p> <p>Les sommes inscrites au PERCO doivent être détenues jusqu'au départ en retraite</p> <p>Possibilité de déblocage anticipé si :</p>

	<p>- décès du bénéficiaire ou de son conjoint,</p> <ul style="list-style-type: none">- acquisition d'une résidence principale ou remise en état après une catastrophe naturelle,- situation de surendettement,- invalidité du bénéficiaire, de son conjoint ou d'un enfant,- expiration des droits à l'assurance chômage du titulaire.	<p>L'intéressement, la participation, l'abondement de l'employeur et les revenus du portefeuille réemployés (1) dans le plan sont exonérés d'impôt sur le revenu mais assujettis à la CSG et la CRDS.</p> <p>* Fiscalité des revenus :</p> <p>Les revenus et plus-values des placements sont exonérés d'impôt s'ils sont réemployés dans le plan mais sont soumis aux prélèvements sociaux (11 %).</p> <p>* Sortie en rente viagère ou en capital (choix au départ en retraite)</p> <ul style="list-style-type: none">● Sortie en capital : le capital est exonéré d'impôt sur le revenu mais soumis aux prélèvements sociaux (11 %).● Sortie en rente : s'applique la fiscalité des rentes acquises à titre onéreux (2) (seulement 40 % de la rente est imposable si le départ à la retraite a lieu entre 60 et 70 ans). <p>(1) Le réemploi doit être immédiat et porter sur l'intégralité des revenus. (2) cf. PEP.</p>
--	---	--

EXAMEN EN COMMISSION

Au cours de sa réunion du 18 juin 2008, votre Commission a examiné le rapport de la mission d'information de votre Rapporteur, tendant à une analyse comparative des prélèvements fiscaux et sociaux sur les produits financiers.

Après la présentation de votre Rapporteur, le **Président Didier Migaud** a indiqué qu'à la demande de celui-ci, le titre du rapport est modifié et devient « rapport d'information sur l'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers ».

La Commission a *autorisé* la publication du rapport d'information.