

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

1 7 ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

Commission d'enquête relative à l'imposition des plus hauts patrimoines et des revenus les plus élevés et à leur contribution au financement des services publics

- Audition de l'Autorité des marchés financiers..... 2
- Présences en réunion..... 13

Mercredi
13 mai 2026
Séance de 17 heures

Compte rendu n° 028

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

**Présidence de
M. Jean-Paul Mattei,
Président de la commission**



La séance est ouverte à dix-sept heures cinq.

La commission auditionne Mme Marie-Anne Barbat-Layani, présidente de l'AMF, Mme Astrid Milsan, secrétaire générale adjointe et M. Philippe Sourlas, secrétaire général adjoint.

M. le président Jean-Paul Mattei. L'Autorité des marchés financiers (AMF), qui est une autorité publique indépendante, est chargée de réguler la place financière française, de veiller à la protection des épargnants qui investissent dans des produits financiers et d'assurer la bonne information des investisseurs. Elle établit chaque année des priorités d'action et de supervision prenant en compte les principales évolutions des marchés et les pratiques des professionnels soumis à son contrôle, comme les conseils en investissements financiers, dont nous avons auditionné les représentants il y a quelques semaines.

Comme vous le savez, notre commission d'enquête s'intéresse à l'imposition des plus hauts revenus et des plus hauts patrimoines qui recourent à différents montages pour piloter leur richesse et atténuer leur imposition. Cette richesse et son évolution au cours des dernières années étant en grande partie liée à la détention d'actifs financiers, il nous a semblé important d'auditionner l'AMF.

Le rapporteur abordera successivement trois thématiques : le rôle de l'AMF en matière de régulation des marchés financiers ; la valorisation et la rentabilité des actifs ; les comportements d'épargne et de placement des ménages les plus aisés. Au regard de la technicité de notre sujet d'enquête et du temps limité imparti à cette audition, certaines questions nécessiteront sans doute des compléments écrits aux réponses que vous formulerez à l'oral.

L'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires impose aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter le serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(Mme Marie-Anne Barbat-Layani, Mme Astrid Milsan et M. Philippe Sourlas prêtent successivement serment.)

Mme Marie-Anne Barbat-Layani, présidente de l'Autorité des marchés financiers. À titre liminaire, je présenterai brièvement le rôle de l'AMF en matière de régulation des marchés financiers. Il convient de préciser d'emblée que l'AMF n'a pas de compétences en matière fiscale et n'est notamment pas en charge de la fiscalité de l'épargne. Toutefois, certaines de nos compétences, notamment en matière de prévention du blanchiment et du financement du terrorisme et d'échange automatique d'informations en matière fiscale peuvent se rattacher aux sujets fiscaux. En vertu des textes applicables, nous coopérons également avec l'administration fiscale et le parquet, notamment le parquet national financier (PNF).

Nos missions générales répondent à cinq objectifs légaux : veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, à la qualité de l'information des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés financiers, à la qualité de l'information fournie par les sociétés de gestion pour la gestion des placements collectifs sur leur stratégie d'investissement et leur gestion des risques liés aux effets du changement climatique, en prenant en compte les

objectifs de stabilité financière dans l'ensemble de l'Union européenne et de mise en œuvre convergente des normes nationales et européennes.

L'AMF compte environ 550 collaborateurs et son budget est de 126 millions d'euros. Pour remplir ses missions, l'AMF réglemente, autorise, surveille, contrôle, enquête, et, si nécessaire, sanctionne. Elle participe également aux travaux de multiples institutions nationales, comme le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), le collège de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution – l'ACPR, notre institution sœur –, l'Autorité des normes comptables (ANC), ainsi que le pôle commun établi avec l'ACPR sur la protection des investisseurs. Nous participons aussi à des institutions européennes, notamment l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), et internationales, avec le Conseil de stabilité financière (CSF), l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et l'OCDE.

Les activités de l'AMF sont organisées autour de trois grands blocs. Le premier bloc consiste à superviser des entités et des produits régulés du secteur financier – hors banque et assurance, qui relèvent de l'ACPR –, dont l'activité est soumise à l'agrément ou à l'autorisation de l'AMF. Ce sont les marchés financiers et leurs infrastructures, les intermédiaires financiers qui fournissent des services d'investissement ou des services sur actifs numériques et les produits d'épargne collective.

À ce titre, nous supervisons à peu près 1 300 acteurs régulés, plus de 700 sociétés de gestion de portefeuille, 274 prestataires de services d'investissement, 5 infrastructures de marché et teneurs de comptes conservateurs, et ce que nous appelons encore des nouveaux acteurs, c'est-à-dire les 60 prestataires de services de financement participatif et près d'une centaine de prestataires de services sur actifs numériques – donc sur cryptoactifs, les Psan. Nous supervisons également plus de 7 600 conseillers en investissement financier, et, s'agissant des produits, plus de 13 000 fonds d'investissement, pour un encours de près de 3 000 milliards d'euros.

Le deuxième bloc d'activité est la surveillance des marchés au sens large : d'une part, l'activité des sociétés cotées, notamment leur communication financière et extra-financière, mais également la surveillance des opérations réalisées sur les marchés, de façon à identifier d'éventuels abus de marché. Nous surveillons à ce titre la communication financière et extra-financière des 600 sociétés cotées à Paris et nous intervenons aussi, le cas échéant, lors de leurs opérations de marché. Au titre de la surveillance des marchés, nous gérons 190 milliards de lignes de données – elles sont intégrées dans notre dispositif de surveillance des marchés – et recevons 1 600 déclarations d'opérations suspectes réalisées par les entités réglementées, qui sont tenues par la loi de nous les déclarer. Nos systèmes de surveillance génèrent chaque année à peu près 6 000 alertes sur les opérations sur instruments financiers.

Le troisième grand bloc est le bloc répressif. Il s'agit de réprimer les manquements à la réglementation financière avec, d'une part, les enquêtes qui concernent les personnes ou les acteurs non régulés, essentiellement au titre des abus de marché, manquement d'initiés, diffusion de fausses informations, manipulation de cours, et d'autre part, les contrôles, qui concernent les acteurs régulés. Outre les contrôles classiques, nous avons beaucoup développé les contrôles à visée pédagogique au cours des dernières années.

S'agissant plus spécifiquement du périmètre d'intérêt de la commission d'enquête, l'AMF supervise également les acteurs de la gestion de fonds et du conseil d'investissement, toujours dans un objectif premier de protection des épargnants, mais aussi de sécurité et de

stabilité financière, avec également une supervision des fonds d'investissement gérés par les sociétés de gestion de portefeuille. Le prisme de la supervision de l'AMF, c'est la protection de l'épargnant, plus spécifiquement des clients particuliers qu'on pourrait qualifier de grand public, ou *retail*. Ainsi, les plus hauts patrimoines, qui sont l'objet central de cette commission d'enquête, ne sont pas le cœur de cible de notre mission de protection de l'épargne.

Cette approche découle directement des réglementations européenne et nationale, qui prévoient des seuils d'investissement ou de patrimoine financier au-delà desquels certaines règles de protection des clients sont désactivées. Ainsi, la réglementation européenne permet à certains clients ayant un patrimoine particulièrement important d'accéder au statut de client professionnel, sur option, dès lors que leur patrimoine en instruments financiers est supérieur à 500 000 euros. À ce titre, un des critères pour être qualifié de client professionnel dans la réglementation permet donc d'alléger certaines exigences liées à la protection des investisseurs, comme les tests d'adéquation et d'avertissement, mais également d'accéder à des catégories d'investissement particulières – ce qui peut intéresser votre commission d'enquête.

Il existe également, dans la réglementation, une notion d'investisseur assimilé à un investisseur professionnel, qui élargit l'accès à certains fonds d'investissement normalement réservés à des professionnels, au-delà de 100 000 euros d'investissement. Les investisseurs particuliers qui seraient assimilés à des investisseurs professionnels ont donc la possibilité d'investir à ce titre dans des fonds réservés en règle générale aux investisseurs professionnels, pour lesquels l'encadrement est moins fort que celui des fonds à destination du grand public – notamment tout ce qui vise à protéger les investisseurs, comme les règles de diversification, de levier maximum ou d'information.

Nos missions peuvent avoir, je le précise, un lien plus direct avec les sujets fiscaux, puisque nous supervisons les dispositifs de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme que doivent mettre en place certains acteurs financiers, comme les sociétés de gestion de portefeuille et les conseillers en investissements financiers. Nous exerçons une mission de contrôle sur ces dispositifs et notre commission des sanctions peut être amenée à prononcer des décisions de sanctions ou à homologuer des accords de composition administrative en cas d'identification du non-respect des obligations applicables, si ces dispositifs sont manifestement défaillants lorsque nous allons les contrôler. Ainsi, entre 2021 et 2025, l'AMF a adopté près de trente décisions, sanctions ou compositions administratives dans lesquelles ont été, entre autres, relevés des manquements aux obligations de prévention du blanchiment ou du financement du terrorisme et – j'y reviendrai – d'échanges automatiques d'informations.

Ces dispositifs visent à prévenir le risque de blanchiment et de financement du terrorisme, notamment le blanchiment de fraude fiscale. À ce titre, l'AMF se coordonne avec Tracfin pour échanger des informations utiles à nos missions respectives. Une convention signée en 2019 et mise à jour en 2022 nous unit d'ailleurs avec Tracfin, de façon à nous assurer de l'effectivité des dispositifs de détection que doivent mettre en place les acteurs financiers sous notre supervision.

Nous jouons également un rôle sur le contrôle de certaines obligations spécifiques visant à prévenir la fraude et l'évasion fiscale : je veux parler des obligations relatives à l'échange automatique d'informations (EAI) en matière fiscale, dispositions qui s'appliquent aux acteurs financiers s'agissant de l'identification et de la déclaration à l'administration fiscale des comptes financiers détenus par des clients résidents fiscaux étrangers. En janvier 2022, un protocole de coopération tripartite a été conclu entre avec la DGFIP – direction générale des

finances publiques –, l’ACPR et l’AMF pour la mise en œuvre de ce dispositif. Il vient d’être complété par un *addendum* signé le 7 mai 2026 pour intégrer les opérations sur cryptoactifs, qui sont désormais comprises dans ces obligations d’échange d’informations à des fins de prévention de la fraude fiscale internationale. Les déclarations à ce titre sont adressées à l’administration fiscale, pas à nous : notre rôle est de nous assurer du respect de l’obligation de disposer d’un dispositif de contrôle interne spécifique à ces obligations par les établissements placés sous notre contrôle – le même périmètre que sur la prévention du blanchiment et du financement du terrorisme. Comme je l’ai indiqué, en cas de carence, des sanctions peuvent être prononcées lorsque les dispositifs ne nous sont pas apparus satisfaisants. Ce fut le cas à deux reprises, avec des sanctions en 2024 et 2025.

D’une manière plus générale, le cadre légal prévoit la coopération entre l’AMF et la DGFIP pour échanger des informations utiles à l’accomplissement de leurs missions respectives. Ce cadre est défini dans le livre des procédures fiscales. En pratique, l’AMF peut être amenée à échanger des informations avec la DGFIP dans le cadre de ses contrôles et de ses enquêtes. Par ailleurs, l’AMF effectue des signalements au parquet national financier lorsqu’elle détecte des infractions pénales en matière de fraude fiscale.

Quelques mots en lien avec les questions que vous avez évoquées, sur ce que nous voyons en matière d’épargne dans notre périmètre de supervision. Pour mémoire, l’AMF supervise les sociétés de gestion de portefeuille, les prestataires de services d’investissement, les conseillers en investissements financiers et les Psan. Je précise que certains acteurs qui fournissent des services dans le cadre de la gestion financière de l’épargne des ménages les plus fortunés peuvent ne pas relever d’une activité régulée. C’est notamment le cas de ce qu’on appelle les *family office* – notamment les *single family office* –, qui sont des entités non régulées. Par ailleurs, le périmètre d’action des entités sous supervision de l’AMF n’inclut pas certains aspects du conseil patrimonial, qui relève des professions juridiques.

Le suivi de l’épargne par l’AMF va nous donner quelques éléments intéressant votre commission. Je précise que nous ne produisons pas de statistiques spécifiques à l’investissement des hauts patrimoines et des revenus : vous avez auditionné l’Insee, qui produit des statistiques dans ce domaine-là. Nous suivons bien sûr l’évolution de l’épargne des ménages, notamment grâce au *reporting* réglementaire, que nous recevons et qui nous fournit un certain nombre de données relatives aux transactions portant sur des instruments financiers – actions, obligations, produits dérivés ou fonds indiciels (dits ETF).

Les données que nous collectons nous permettent d’élaborer un tableau de bord des investisseurs particuliers. Nous les complétons par un certain nombre d’enquêtes, dont celle qui, depuis 2017, se traduit par notre baromètre de l’épargne et de l’investissement – vos questions y font référence. Cette enquête annuelle est réalisée auprès de plus de 2 000 individus représentatifs de la population française de plus de 18 ans – en termes d’âge, de catégorie socioprofessionnelle et de lieu de résidence. Il en ressort plusieurs points. Tout d’abord, le patrimoine financier moyen déclaré par les personnes interrogées est de 68 000 euros : 14 % ont un patrimoine financier de plus de 100 000 euros et 1 % de plus de 500 000 euros. Les détenteurs des patrimoines financiers les plus élevés se disent plus souvent être titulaires de placements non garantis en capital. C’est particulièrement le cas pour la détention de produits investis en bourse : actions, ETF, fonds et Sicav, sociétés d’investissement à capital variable.

Lorsque nous interrogeons les ménages sur les supports d’investissement sur lesquels ils ont investi au cours des douze derniers mois, il ressort que les hauts patrimoines financiers

— supérieurs à 100 000 euros — choisissent davantage que l'ensemble de la population l'assurance vie, l'investissement en Bourse et les placements diversifiés. Plus le patrimoine financier augmente, plus les proportions augmentent. Ainsi, 36 % des personnes ayant un patrimoine financier compris entre 100 000 et 250 000 euros déclarent avoir placé de l'épargne en bourse. Cette proportion atteint 53 % pour les patrimoines supérieurs à 500 000 euros. La proportion n'est que de 17 % lorsque l'on considère l'ensemble de la population suivie.

Les mêmes phénomènes concernent l'assurance vie : 39 % d'investissement dans l'assurance vie pour les patrimoines compris entre 100 000 et 250 000 euros, 54 % pour ceux de plus de 500 000 euros, contre 19 % pour l'ensemble de la population. Plus du tiers des ménages ayant un patrimoine financier de plus de 100 000 euros détiennent un compte-titres investi en actions. Ils sont également plus de 40 % à détenir une assurance vie en unités de compte, cette proportion passant à 50 % pour les patrimoines financiers supérieurs à 500 000 euros.

Ce baromètre nous permet également d'interroger les épargnants sur leurs investissements en cryptoactifs, une nouvelle forme d'investissement dont nous voyons le développement très rapide : 26 % des ménages ayant un patrimoine financier de plus de 500 000 euros déclarent détenir des cryptoactifs, contre 9 % pour l'ensemble de la population ; 16 % de ceux qui ont un patrimoine entre 100 000 et 250 000 euros ont investi dans les cryptoactifs ; cette proportion atteint 28 % pour les patrimoines supérieurs à 500 000 euros.

S'agissant du rendement des actifs sous-jacents, je ne reviens pas sur les nombreuses études économiques qui montrent la supériorité sur le long terme, en général, des rendements des actions sur ceux des obligations et des actifs monétaires. L'AMF publie chaque année des données publiques relatives à la performance des actifs sur longue période, à des fins pédagogiques. Ces données montrent également une supériorité du rendement des actions sur très longue période. Elles montrent aussi – c'est important – que le rendement peut être très fluctuant selon le moment et la durée de détention. L'AMF a ainsi été amené à publier de nombreux contenus pédagogiques pour expliciter cette notion de couple rendement-risque : l'un de nos messages principaux, adressé au grand public, est qu'une possibilité de rendement élevé s'accompagne toujours d'un risque élevé.

Concernant les spécificités éventuelles des allocations d'actifs des patrimoines les plus élevés, nous identifions, d'une part, une plus grande capacité à réaliser des investissements à plus long terme et plus risqués – notamment ce que nous appelons les actifs privés ou le capital-investissement – et d'autre part, une capacité à investir des montants unitaires plus importants, qui permettent un accès à des services moins chargés en frais en pourcentage des actifs. Il y a en effet une diminution des pourcentages de frais des fonds en pourcentage de l'actif, ce qui peut augmenter la performance de l'allocation. À cet égard, nous avons publié, en mai 2024, une analyse des frais des fonds en droit français : elle montre que les frais des fonds institutionnels auxquels certains hauts patrimoines ont accès – comme je l'ai indiqué, ils peuvent échapper aux dispositifs de protection de l'épargne qui s'appliquent au grand public en général – sont moins élevés que les autres.

Enfin, une quatrième capacité différencie les plus hauts revenus ou patrimoines : un accès à des solutions d'investissement qui nécessitent un ticket d'investissement minimum, notamment certains fonds de capital-investissement qui peuvent avoir des tickets d'entrée minimum conséquents. En janvier 2025, nous avons publié une étude sur la performance des fonds d'actifs financiers non cotés commercialisés à des clients non professionnels, pour

mesurer les rendements des fonds de capital-investissement : elle a fait ressortir plusieurs constats, notamment le fait que la performance des fonds professionnels ouverts à une clientèle professionnelle ou assimilée est en moyenne plus importante.

M. Charles de Courson, rapporteur. Plusieurs économistes ont étudié la valorisation des patrimoines – actifs fonciers, immobiliers, mobiliers – sur le long terme. Ils ont constaté que la valorisation de ces actifs était beaucoup plus rapide que la croissance du PIB, ces actifs – immobiliers comme mobiliers – évoluant plus vite que la richesse créée annuellement. Partagez-vous ce constat sur le long terme – une cinquantaine d’années ? Dans l’affirmative, comment expliquez-vous ce phénomène ?

Mme Marie-Anne Barbat-Layani. Nous utilisons des données publiques sur la valorisation des actifs. Elles confirment ce que vous dites : sur le long terme, les actions sont des actifs performants, plus que d’autres types d’investissement. Il me paraît aller de soi que les actions évoluent plus vite compte tenu des performances que nous observons sur les marchés boursiers et de l’évolution du PIB.

Comment l’expliquer ? Tout d’abord, la performance de ces actifs reflète celle des entreprises cotées, qui sont une partie de notre économie. En outre, compte tenu de la composition des indices boursiers en France, la spécialisation sectorielle traduit le poids des entreprises du luxe : elles ont, certes, un peu pâti du stress financier lié à la crise du Moyen-Orient, mais globalement elles surperforment assez largement l’économie française. Par ailleurs, les grandes entreprises cotées réalisent une grande partie de leur chiffre d’affaires et de leurs bénéfices à l’étranger : elles importent, en quelque sorte, de la richesse qui diffère de celle observée avec l’évolution du PIB en France.

Le diagnostic dont vous faites état correspond donc à la nature des sociétés cotées, notamment à Paris, y compris les entreprises du luxe, mais aussi des entreprises très internationalisées comme les *utilities*, qui vendent des infrastructures diverses et variées.

M. Charles de Courson, rapporteur. Disposez-vous de l’évolution boursière sur la place de Paris, sur cinquante ans ? Selon certains économistes, l’évolution de la masse des actions, mais aussi des obligations cotées, s’explique par l’évolution du prix unitaire, tant dans le logement que dans les entreprises. Dès lors se pose une autre question : pourquoi cette évolution ? Est-elle due à un phénomène de rareté, de politique monétaire ? Quels sont les facteurs qui expliquent cette situation ?

La réponse à cette question est très importante, parce que l’accumulation des plus hauts patrimoines s’explique très simplement : ils sont composés essentiellement de valeurs mobilières, lesquelles ont augmenté, sur les décennies précédentes, plus vite que l’immobilier, plus vite que le foncier, mais encore plus vite que le produit intérieur brut. Quelles en sont les raisons ?

Mme Marie-Anne Barbat-Layani. Je ne suis pas sûre d’avoir toutes les réponses à cette question. Je préciserai d’abord que les investissements peuvent être dans des valeurs cotées, mais aussi non cotées : une partie non négligeable des patrimoines est investie dans des actions ou des titres qui ne sont pas cotés. Les investisseurs peuvent, le cas échéant, y avoir accès d’une manière différente, via le *private equity* notamment, s’il y a eu investissement de fonds, ce qui n’est pas toujours le cas – parfois, le capital de certaines actions d’entreprises familiales non cotées n’est pas ouvert.

S'agissant des valeurs mobilières, je ne dispose pas des données relatives à l'évolution de la capitalisation boursière sur cinquante ans. Si cette progression n'est pas linéaire – le marché subissant des accidents réguliers et des fluctuations parfois très fortes, à l'image des baisses marquées observées en France et en Europe depuis le début de la crise au Moyen-Orient –, la tendance globale reste orientée à la hausse. Le couple rendement-risque explique donc en partie le phénomène que vous décrivez. Cette croissance de la capitalisation boursière est une réalité en France comme en Europe, mais elle est nettement plus prononcée aux États-Unis. Cela explique d'ailleurs, et je le déplore, qu'une partie des investisseurs européens choisissent d'investir sur les marchés états-uniens, que ce soit directement ou par l'intermédiaire de fonds d'investissement.

En revanche, l'Autorité des marchés financiers ne suit pas du tout l'évolution de la valeur des biens immobiliers ; je ne saurais donc confirmer si les valeurs mobilières progressent plus rapidement que l'immobilier.

M. Charles de Courson, rapporteur. Vous disposez pourtant de ces données à travers les sociétés immobilières. Il existe des actions représentatives de sociétés foncières qui sont cotées en bourse. Dès lors, ce secteur évolue-t-il comme les autres ?

Mme Marie-Anne Barbat Layani. Depuis quelques années, les foncières cotées connaissent une évolution difficile, particulièrement marquée par la période de remontée des taux d'intérêt consécutive à la crise ukrainienne ; c'est d'ailleurs un sujet de préoccupation. Toutefois, la valeur de ces sociétés n'est pas nécessairement représentative de l'ensemble du marché immobilier. D'une part, leur activité est souvent orientée vers l'immobilier professionnel qui, comme je l'ai souligné, a beaucoup souffert. J'omettais d'ailleurs de mentionner le développement du télétravail, qui a largement contribué à vider les bureaux. D'autre part, nous suivons également les fonds d'investissement immobiliers. Si ces derniers – je pense en particulier aux SCPI, les sociétés civiles de placement immobilier – ont connu une évolution globalement positive depuis une quinzaine d'années, ils n'ont pas été épargnés par les difficultés récentes liées à la forte augmentation des taux d'intérêt.

M. Philippe Sourlas, secrétaire général adjoint en charge de la direction de la gestion d'actifs. En ce qui concerne les fonds immobiliers, il est difficile de fournir des statistiques sur une période aussi longue. La plupart de ces fonds ont été créés récemment et l'essentiel de la collecte s'est concentré sur les quinze ou vingt dernières années. Par ailleurs, à l'instar des foncières cotées, leur exposition géographique et sectorielle est très axée sur l'immobilier de bureaux et de commerces, mais très peu sur le résidentiel. Nous nous situons donc sur une classe d'actifs très spécifique.

Plus généralement, l'exercice de comparaison des performances entre différentes classes d'actifs est délicat. Nous sommes sur un point relativement bas du cycle immobilier, avec des valorisations qui ont subi d'importantes décotes. Par conséquent, les conclusions peuvent varier sensiblement selon la fenêtre temporelle choisie : le résultat sera très différent selon que l'on intègre ou non la période des deux ou trois dernières années.

M. Charles de Courson, rapporteur. Ce qui nous intéresse, c'est de connaître la différence de rendement entre les différents types d'actifs et, surtout, au-delà des moyennes, leur dispersion. Vous avez indiqué que l'AMF avait mené des travaux sur ce sujet ; il n'est pas nécessaire de remonter sur cinquante ans pour analyser la situation actuelle. Lorsque l'on évoque les actions, de quoi parle-t-on ? Les rendements ne sont absolument pas uniformes.

Dans vos cotations, les rendements apparents les plus élevés se trouvent, je crois, chez Total, dont les bénéfices par action représentent plus de 10 % – peut-être même 12 ou 13 % – de la valorisation boursière, ce qui est énorme. À l'inverse, d'autres titres affichent des niveaux bien moindres – peut-être pas 1 %, mais presque ; nous y reviendrons lorsque nous discuterons des PER (*price-earnings ratios*).

Ainsi, vos travaux sur la dispersion et le couple rendement-risque pourraient nous être utiles. On dit souvent que plus le patrimoine est important, plus ses détenteurs tendent à privilégier des placements risqués. De tels comportements expliqueraient pourquoi les ménages les plus aisés bénéficient d'une rentabilité plus forte que les épargnants plus modestes, qui n'ont pas accès à certains types d'investissements. C'est précisément ce point, que vous avez esquissé tout à l'heure, que nous aimerions vous voir développer.

Mme Marie-Anne Barbat Layani. Nous vérifierons si nous disposons de données plus fines concernant le rendement des actifs financiers. Notre champ d'action se concentre strictement sur ce type d'actifs, ce qui explique ma réserve initiale sur l'immobilier. Néanmoins, nous pourrions vous fournir des éléments sur le pierre-papier, qui relève de notre compétence. Concernant l'immobilier au sens large, nous sortons de notre périmètre d'intervention. Nous examinerons donc la performance de ces actifs sur longue période. Si je ne suis pas certaine que nos travaux remontent à cinquante ans, nous irons en tout cas aussi loin que nos données le permettent.

M. Charles de Courson, rapporteur. Une période de quinze ou vingt ans serait déjà tout à fait instructive. Elle permettrait d'isoler les effets de cycle et d'éviter que les taux de rentabilité ne soient faussés par le choix de la date de référence, lequel peut conduire à des résultats très différents. Ce qui nous intéresse, c'est la dispersion par type d'actifs, mais aussi au sein même de chaque catégorie.

Mme Marie-Anne Barbat Layani. J'ignore quelle est notre finesse d'analyse sur ce point précis, car l'AMF ne produit pas elle-même ces données. Nous nous appuyons sur des données publiques existantes, diffusées sur notre site internet à des fins pédagogiques, par exemple pour informer sur le couple rendement-risque.

Nous vérifierons quels éléments plus détaillés nous pourrions vous transmettre, notamment en ce qui concerne les indices boursiers. Je ne pense pas que nous ayons réalisé d'études en propre sur ces questions de dispersion, mais nous nous en assurerons.

M. Charles de Courson, rapporteur. Si vous ne produisez pas ces données vous-mêmes, des économistes ne se sont-ils pas intéressés à cette question ? Avez-vous mis vos bases de données à leur disposition afin qu'ils puissent mener de tels travaux ?

Mme Marie-Anne Barbat Layani. L'AMF dispose d'un conseil scientifique réunissant plusieurs économistes. Nous allons vérifier quels travaux ils ont mené sur ce sujet ces dernières années. Nous comptons un peu plus de 500 collaborateurs, dont une équipe économique réduite, principalement focalisée sur les sujets que nous suivons directement. Par conséquent, si nous utilisons volontiers les analyses produites par des tiers, nous produisons peu de travaux totalement autonomes sur le rendement des actifs. Je verrai néanmoins quels éléments nous pouvons vous transmettre concernant leur dispersion.

M. Charles de Courson, rapporteur. J'en viens à ma question suivante ; elle a trait au PER, ou ratio cours sur bénéfices, qui constitue un indicateur intéressant. On estime généralement que les PER moyens se situent autour de 11, 12 ou 13 sur moyenne période, malgré de fortes fluctuations. Cependant, il ne s'agit que d'une moyenne qui masque une grande diversité par type d'actions. Vous évoquiez les grands groupes de luxe français : sur certaines périodes, leurs PER peuvent atteindre 50, ce qui signifie qu'ils capitalisent cinquante fois les bénéfices de l'année ; à l'inverse, on observe des PER tombant à 5 ou 6.

Dès lors, avez-vous mené une étude sur l'évolution de ces ratios moyens à la Bourse de Paris ? Disposez-vous de comparaisons avec les autres places européennes ou américaines, et d'analyses sur la dispersion de ces PER selon les secteurs ?

Mme Astrid Milsan, secrétaire générale adjointe en charge de la direction des émetteurs et de la direction des affaires comptables. Nous ne disposons pas d'études spécifiques produites en interne, mais nous allons recenser les travaux existants portant sur la performance comparée des bourses mondiales. Il convient d'ailleurs de ne pas se limiter au CAC 40, qui ne reflète qu'une fraction des entreprises cotées. S'il représente certes la majeure partie de la capitalisation boursière, l'essentiel des sociétés cotées à Paris – soit environ 600 entreprises, auxquelles s'ajoutent les 200 inscrites sur Euronext Access – sont des petites sociétés. Il nous faut donc examiner la performance globale du marché. Nous allons rechercher les études disponibles sur ce sujet, même si ce n'est pas nous qui les produisons.

M. Charles de Courson, rapporteur. Vous publiez chaque année un baromètre de l'épargne et de l'investissement, dont vous avez fait mention tout à l'heure et qui détaille le comportement des Français en matière de placement. Constatez-vous une composition différente du patrimoine financier chez les ménages disposant des revenus ou des patrimoines les plus élevés ?

Vous avez déjà partiellement répondu en indiquant que ces derniers s'exposent davantage au risque. C'est un constat universel : plus le patrimoine est important, plus on peut se permettre de prendre des risques. Certes, des épargnants aux ressources plus modestes le font aussi – à leurs risques et périls, précisément –, mais il existe une propension au risque nettement supérieure chez les hauts revenus et les hauts patrimoines – ce qui est tout à fait logique. La contrepartie, c'est que la rentabilité de leurs investissements est supérieure.

Mme Marie-Anne Barbat Layani. Ce n'est pas une règle mathématique, mais la tendance est claire. Notre baromètre annuel de l'épargne et de l'investissement met en évidence des disparités nettes dans la composition des investissements selon le niveau de patrimoine financier. On observe une différence structurelle des portefeuilles : pour les patrimoines les plus modestes – inférieurs à 10 000 euros –, les livrets d'épargne représentent plus de 70 % des supports détenus ; il s'agit là d'une épargne totalement garantie. Certes, ces livrets sont présents dans toutes les catégories de patrimoine, mais on peut imaginer qu'ils sont rapidement saturés – l'ACPR pourra vous le confirmer. La différenciation s'opère sur l'investissement boursier : celui-ci ne concerne que 7 % des patrimoines de moins de 10 000 euros, mais ce pourcentage progresse de manière très significative à mesure que le capital financier s'élève. Nous vous communiquerons ces données, bien que je ne puisse vous fournir de chiffres d'une précision absolue. En effet, ces informations sont issues d'enquêtes déclaratives et non de *reportings* spontanés.

La méthodologie de ces enquêtes, qui révèlent des compositions de patrimoine très différenciées, repose sur des seuils déterminés, le palier supérieur étant fixé à 500 000 euros et plus – nous n’allons pas au-delà. Cette dernière catégorie, qui concerne 1 % des déclarants, présente des spécificités nettes. On y identifie davantage de produits plus risqués tels que l’assurance-vie en unités de compte, l’investissement boursier ou encore les actifs non cotés (*private equity*) qui, bien que moins liquides, offrent des perspectives de rendement souvent plus importantes. Je vous confirme donc que l’exposition au risque s’accroît avec le niveau de patrimoine.

M. le président Jean-Paul Mattei. Êtes-vous en mesure d’identifier le profil des investisseurs ? La part des sociétés croît-elle à mesure que le montant des investissements augmente ?

Mme Marie-Anne Barbat Layani. Nous distinguons les investisseurs professionnels des particuliers car notre analyse est réalisée sous le prisme de la réglementation que nous appliquons, laquelle vise essentiellement à protéger les investisseurs individuels et plutôt les petits investisseurs. Il s’agit de vérifier qu’ils ont les compétences nécessaires, que les produits qui leur sont proposés sont adaptés à leurs objectifs, à leur patrimoine... Au-delà d’un certain seuil, les particuliers peuvent accéder à des investissements que nous considérons comme professionnels – dont les frais sont moindres et les rendements plus élevés – pour lesquels ces protections ne s’appliquent pas.

En 2025, nous avons mené une enquête sur le rendement des fonds de *private equity* qui a montré que la rentabilité moyenne est de 14 % pour les professionnels et entre 6 % et 7 % pour les particuliers. Cette différence s’explique notamment par des modalités d’appel de fonds différentes : les particuliers investissent d’un seul coup, les professionnels à intervalles réguliers. Toujours est-il que le rendement des fonds professionnels est plus important que celui des fonds particuliers. Sommes-nous capables de distinguer, parmi les investissements dans les fonds professionnels et assimilés, ceux qui émanent de personnes physiques de ceux qui émanent de sociétés ? Je n’en suis pas certaine.

M. Philippe Sourlas. Nous n’avons pas cette information, non plus, du reste, que les gérants d’actifs, qui, souvent, ne connaissent pas l’identité exacte de leurs investisseurs.

M. Charles de Courson, rapporteur. Transmettez-nous les éléments que vous venez d’évoquer : ils nourriront notre réflexion. Quelles sont vos relations avec les *single* et les *multi family offices* ?

Mme Marie-Anne Barbat Layani. Une partie de ces entités n’est pas régulée. Je pense au cas d’une personne qui embauche pour son propre compte des salariés chargés de gérer sa fortune.

M. Philippe Sourlas. Il n’est pas facile de répondre à votre question car ces acteurs ont des activités variables, qui plus sont souvent composées d’une partie régulée et d’une autre qui peut ne pas l’être. Lorsqu’un *family office* adresse à son client une recommandation d’investissement personnalisée concernant des instruments financiers spécifiques, il tombe sous le coup d’une réglementation qui relève du champ de compétence de l’AMF. Dans ce cas, il opte généralement, en pratique, pour le statut de CIF, conseiller en investissements financiers. Mais il peut avoir aussi une activité de courtage en assurance, laquelle relève du champ de compétence de l’ACPR, ou de conseil en acquisitions immobilières, qui ne relève ni de l’AMF

ni de l'ACPR. Quant à ses activités de conseil en ingénierie patrimoniale, elles ne sont pas régulées en tant que telles. C'est le cas lorsqu'il se contente de recommander à son client d'investir, par exemple, 20 % en actions et 30 % en obligations mais le renvoie vers un autre intermédiaire financier pour le choix desdites actions et obligations.

En pratique, les *multi family offices* ont très souvent le statut de CIF et de courtier en assurances. En revanche, si ces différentes activités sont exercées par les salariés d'une holding d'investissement dédiée à une seule famille, elles ne sont pas exercées pour le compte de tiers et n'entrent donc pas dans le périmètre des activités régulées.

Mme Marie-Anne Barbat Layani. Notre baromètre est une mine d'informations mais il n'est pas exhaustif. Nous nous intéressons, par exemple, aux sources d'information des investisseurs mais nous ne distinguons pas, hélas, pas le conseiller bancaire du CIF. On constate néanmoins des différences de comportement assez importantes, sachant que notre dernière catégorie ne permet pas une analyse aussi fine que vous le souhaitez puisqu'elle regroupe les patrimoines de 500 000 euros et plus.

M. Charles de Courson, rapporteur. En effet, ce seuil n'est pas pertinent s'agissant des hauts patrimoines, qui, pour donner un ordre de grandeur, peuvent être considérés comme tels à partir de 1,5 million ou 2 millions d'euros, et des hauts revenus, qui correspondent à un revenu fiscal d'au moins 500 000 euros pour un couple et de la moitié pour un célibataire. Nous nous intéressons au 0,1 % des patrimoines et des revenus les plus élevés, pour lesquels il existe, hélas, peu de données.

Mme Marie-Anne Barbat Layani. La définition de nos catégories d'analyse s'explique par la nature de notre mission, qui est de protéger les investisseurs et, parmi eux, plutôt les investisseurs grand public – ce que l'on appelle en mauvais français le *retail*. Dans ce domaine, l'action de l'AMF est précise et résolue et contribue beaucoup à la pédagogie financière. Ceux qui vous intéressent sont considérés comme suffisamment conseillés et protégés par ailleurs, si bien que la réglementation peut ne pas s'appliquer à eux.

Nous vous communiquerons le plus d'éléments possible, mais je ne veux pas susciter une attente excessive car l'AMF ne s'intéresse pas particulièrement à la catégorie des 0,1 %.

M. le président Jean-Paul Mattei. Merci beaucoup.

La séance s'achève à dix-huit heures.

Membres présents ou excusés

Présents. – M. Jean-Paul Mattei, M. Charles de Courson.

Excusés. – Mme Estelle Mercier, M. Christophe Mongardien.