



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Épargne et financement des entreprises : un éclairage international

Didier Davydoff
23 août 2018

Je remercie les membres de l'OEE, dont les avis ont permis d'améliorer une première version de cette étude. Je remercie Grégoire Naacke, directeur de l'OEE, d'avoir relu et révisé l'étude.

Sommaire

Synthèse des principaux enseignements des expériences internationales	4
Introduction	5
Proposition 1 : Unifier les produits d'épargne retraite existants en deux produits de placement, un Compte Avenir individuel et un Compte Avenir d'entreprise, avec possibilité de transférer du capital de l'un à l'autre	8
<i>L'expérience allemande</i>	8
<i>L'expérience britannique</i>	12
<i>Le produit paneuropéen d'épargne retraite individuelle (PEPP)</i>	17
<i>Sortie en rente ou en capital : les résultats de la recherche</i>	21
Proposition 2 : Permettre le transfert de compte épargne et assurance vie vers le plan de retraite individuel, en neutralisant l'opération fiscalement.....	22
<i>L'expérience italienne</i>	22
Proposition 3 : Assouplir les règles de gestion des fonds de retraite (ERAFP, FRR) et du fonds de démantèlement des centrales nucléaires d'EDF, et leur permettre d'augmenter leur exposition aux actions.....	24
Proposition 4 : Assurance vie : faciliter l'investissement dans le non coté, en rendant les FCPI éligibles aux unités de compte.	28
Proposition 5 : Faciliter l'introduction en bourse des entreprises. Abaisser le seuil de retrait obligatoire. Alléger les conditions de radiation.....	30
<i>L'expérience de la Bourse de Londres</i>	31
<i>L'expérience des Etats-Unis</i>	34
Proposition 6 : Transmettre aux écoliers, collégiens et lycéens la culture du monde économique par des témoignages réguliers et fréquents dans les établissements scolaires.	35
Proposition 7 : Créer un « PEA jeune » dont les investissements resteraient bloqués jusqu'à la majorité avec possibilité de réemploi dans un PEA	38
Conclusion	41
Annexe : comparaison des caractéristiques du futur PEEP avec celles de produits français existants	42

Synthèse des principaux enseignements des expériences internationales

Épargne retraite

- La flexibilité du mode de sortie est un facteur clé d'attractivité pour les épargnants.
- L'émulation entre toutes les catégories de prestataires devrait permettre un démarrage rapide d'un nouveau produit doté d'une marque unique.
- Il faut s'efforcer de faire converger les caractéristiques des produits français avec celles du futur « Produit d'épargne retraite paneuropéen » (PEPP).
- Un abondement par l'Etat des cotisations versées par les épargnants sur un produit d'épargne retraite individuelle serait un facteur de diffusion rapide de l'équipement des ménages.
- Il faut simplifier et rendre lisibles les dispositifs de retraite :
 - Améliorer les procédures de liquidation de la retraite.
 - Planifier dans le temps et afficher les changements de l'âge légal de la retraite, qui sont prévisibles à moyen-long terme compte-tenu des évolutions démographiques.
 - Les professionnels devraient mettre en place une auto-discipline des frais sur l'épargne retraite.
- Des mesures pourraient être prises pour inciter les nouveaux retraités à investir leur indemnité légale de retraite dans un PEA ou en rente viagère.

Cotation des PME

- Tous les leviers fiscaux facilitant la cotation en Bourse des PME devraient être utilisés.
- L'activité des listings sponsors doit être soutenue et Euronext devrait s'abstenir de donner l'impression que la Bourse cherche à les concurrencer dans leur activité de conseil aux entreprises candidates à la cotation.
- Le retrait d'une entreprise de la cote devrait être facilité.

Allocation d'actifs des investisseurs institutionnels

- Les règles d'allocations d'actifs des investisseurs de long terme (institutions de retraite, exploitants nucléaires...) devraient être assouplies.

Education économique et financière

- Il faut encadrer et mettre en place des garde-fous pour éviter que les témoignages d'entrepreneurs dans les écoles n'aient une finalité commerciale.
- Le Livret jeune ou un Livret A Jeune devraient pouvoir être investis en liquidités ou en actions.
- L'éducation budgétaire et financière devrait être intégrée dans les programmes scolaires.

Introduction

Le député Jean-Noël Barrot et Alice Zagury, Présidente de The Family, ont remis en décembre 2017 un rapport sur le financement des entreprises dans le cadre du *Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises* (PACTE) du ministère de l'Economie et des Finances¹. Ce rapport comporte 45 propositions, dont certaines ont inspiré le projet de loi « PACTE », présenté au Conseil des ministres le 18 juin 2018. Le projet de loi sera examiné par le Parlement à partir de septembre 2018.

Les mesures retenues mais ne relevant pas du domaine de la loi seront progressivement mises en œuvre dans le cadre de chantiers dédiés. Le travail d'affinement et de mise en œuvre éventuelle des propositions du rapport Barro-Zagury ne s'arrête donc pas avec le vote de la loi PACTE.

Les membres de l'OEE ont échangé leurs opinions sur ces propositions avec Jean-Noël Barrot lors d'un séminaire de travail le 8 mars 2018. En outre, l'étude a fait l'objet d'une discussion avec les membres de l'OEE lors de l'Assemblée Générale de l'association le 19 juin 2018. C'est à l'issue de cette Assemblée Générale qu'il a été décidé par l'OEE de publier cette étude et de la communiquer aux ministres et aux parlementaires concernés.

L'objet de l'étude est de tirer des enseignements des meilleures pratiques des autres pays européens. Nous espérons que ces éclairages aideront à optimiser les actions qui seront décidées en France et permettront d'éviter les conséquences dommageables non anticipées d'erreurs éventuelles.

Le tableau ci-dessous sélectionne sept propositions du rapport Barrot-Zagury qui sont relatives à l'épargne et pour lesquelles il est intéressant de tirer profit des expériences d'autres pays européens. Ces propositions portent sur l'épargne retraite, sur la cotation des PME, sur l'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels de long terme et sur l'éducation économique et financière des enfants et adolescents.

¹ Jean-Noël Barrot et Alice Zagury, *Financement des entreprises en France*, Rapport à l'attention de Monsieur Bruno Le Maire, Ministre de l'Economie et des Finances et Madame Delphine Geny-Stephann, Secrétaire d'Etat auprès du Ministre, 12 décembre 2017.

Épargne retraite

Contenu de la proposition	Expériences européennes pertinentes
<p>Proposition 1 : Unifier les produits d'épargne retraite existants en deux produits de placement, un Compte Avenir individuel et un Compte Avenir d'entreprise, avec possibilité de transférer du capital de l'un à l'autre.</p>	<p>L'Allemagne a unifié les produits individuels sous le régime <i>Riester</i> unique, quel que soit le distributeur. Expérience intéressante car elle a stimulé la collecte, mais contestée pour l'importance des frais des intermédiaires, qui réduisent l'avantage de la subvention publique.</p> <p>Le Royaume-Uni a prévu un régime d'affiliation automatique des salariés à un dispositif d'épargne retraite dans toutes les entreprises, qui a permis l'élargissement de la couverture retraite individuelle.</p> <p>Plusieurs pays (en particulier le Royaume-Uni) offrent une grande souplesse du mode de sortie des produits d'épargne retraite : en rente, en capital, par prélèvements réguliers (<i>Drawdown</i>), ou une combinaison de ces modes de sortie.</p>
<p>Proposition 2 : Permettre le transfert de compte épargne et assurance vie vers le plan de retraite individuel, en neutralisant l'opération fiscalement.</p>	<p>L'Italie offre un exemple intéressant de possibilité de transférer des droits acquis dans un cadre différent (l'indemnité de fin de carrière – <i>Trattamento di Fine Rapporto</i>) vers un fonds de pension.</p>

Allocations d'actifs

Contenu de la proposition	Expériences européennes pertinentes
<p>Proposition 3 : Assouplir les règles de gestion des fonds de retraite (ERFP, FRR) et du fonds de démantèlement des centrales nucléaires d'EDF, et leur permettre d'augmenter leur exposition aux actions.</p>	<p>Les travaux de l'OCDE permettent de positionner l'allocation d'actifs des institutions françaises par rapport aux grands investisseurs de long terme étrangers.</p>
<p>Proposition 4 : Assurance vie : faciliter l'investissement dans le non coté, en rendant les FCPI éligibles aux unités de compte.</p>	<p>Analyse de la réglementation en vigueur dans les autres pays européens et des choix d'investissement des grands fonds de pension européens.</p>

Cotation des PME

Contenu de la proposition	Expériences européennes pertinentes
Proposition 5 : Faciliter l'introduction en bourse des entreprises. Abaisser le seuil de retrait obligatoire. Alléger les conditions de radiation.	Enseignements de l'expérience des autres pays européens, en particulier le Royaume-Uni et l'AIM.

Education économique et financière

Contenu de la proposition	Expériences européennes pertinentes
Proposition 6 : Transmettre aux écoliers, collégiens et lycéens la culture du monde économique par des témoignages réguliers et fréquents dans les établissements scolaires.	Les travaux de l'OCDE sur l'éducation financière à l'école peuvent être mis à profit.
Proposition 7 : Créer un « PEA jeune » dont les investissements restent bloqués jusqu'à la majorité avec possibilité de réemploi dans un PEA.	Au Royaume-Uni , il existe depuis 2011 des comptes <i>Junior Stock and Shares ISAs</i> , dont le législateur français pourrait s'inspirer.

Proposition 1 : Unifier les produits d'épargne retraite existants en deux produits de placement, un Compte Avenir individuel et un Compte Avenir d'entreprise, avec possibilité de transférer du capital de l'un à l'autre.

Le rapport propose d'unifier les produits d'épargne existants en un produit individuel et un produit collectif, tous deux désignés par le même terme « Compte Avenir », ce qui nécessitera préalablement l'harmonisation fiscale et réglementaire des produits existants.

En accord avec cette proposition, le gouvernement a intégré dans le projet de loi PACTE une réforme de l'épargne retraite, prévoyant une harmonisation des règles au sein d'un Plan d'épargne retraite unifié permettant d'instituer une transférabilité des encours des droits acquis dans les différentes étapes de la vie professionnelle des épargnants. L'harmonisation sera aussi fiscale et la déductibilité des cotisations versées de l'assiette de l'impôt sur le revenu sera proposée dans la prochaine loi de finances. Le projet prévoit aussi de généraliser certaines caractéristiques du PERCO, en particulier le libre choix laissé à l'épargnant des modalités de sortie, et la gestion pilotée comme option par défaut, permettant de réduire progressivement le risque de l'épargnant à l'approche de sa retraite. Le projet de loi prévoit aussi l'obligation pour les compagnies d'assurance, de cantonner leurs engagements au titre de l'épargne retraite afin de la sécuriser. Une ordonnance précisera les règles de gouvernance, d'information et de conseil applicables aux produits d'épargne retraite.

L'expérience des réformes de l'épargne retraite en Allemagne et au Royaume-Uni est riche d'enseignements pour une relance et une réorganisation de cette épargne en France. Les Pouvoirs Publics pourraient s'efforcer d'obtenir que les caractéristiques du futur « Produit d'épargne retraite paneuropéen » (PEPP)² s'alignent sur le Compte Avenir, qui deviendrait la déclinaison française du produit européen.

L'expérience allemande

Au début des années 2000, le gouvernement Schröder a mis en œuvre une réforme importante des retraites. L'épargne retraite privée a été encouragée par un ensemble de subventions et d'incitations fiscales. En 2002, les régimes de retraite d'entreprise (pilier II), traditionnellement proposés sur une base volontaire par les entreprises, ont été transformés en un droit des salariés à disposer d'une rémunération différée en cotisant à un régime de retraite d'entreprise. La même année, la réforme *Riester* a été introduite pour stimuler l'épargne retraite individuelle et, en 2005, la *Pension Rürup* a été introduite pour faire bénéficier les professions indépendantes de dispositifs de retraite individuels.

Le gouvernement allemand soutient l'épargne retraite individuelle par deux types d'incitations :

- Comme ailleurs, les cotisations versées par les souscripteurs sont déduites de leur revenu imposable.
- Deuxième incitation, moins courante : l'Etat abonde les contrats *Riester*, proportionnellement au montant des cotisations versées par l'épargnant. L'abondement était à l'origine plafonné à 154 € par adulte, plus 300 € par enfant né depuis 2008 et 185 € par enfant né avant 2008. La loi sur les retraites de l'été 2017 a relevé l'abondement maximum à 175 €, mais il reste que le dispositif est surtout intéressant pour les familles avec enfants. De plus, l'Etat verse une prime de 200 € au moment de l'ouverture d'un Contrat *Riester* par une personne de moins de 25 ans. Le total des réductions d'impôt et abondements de l'Etat est plafonné à 4% du revenu de l'épargnant l'année précédente, avec un maximum de 2.100 € par an.

² https://ec.europa.eu/epsc/publications/strategic-notes/pan-european-pension-product_en

- Le souscripteur peut faire valoir ses droits dès l'âge de 62 ans, voire 60 ans pour les contrats ouverts avant 2002.
- Comme au Royaume-Uni, les modalités de sortie sont flexibles : le souscripteur peut convertir le capital accumulé en une rente à vie, mais il peut aussi opter pour des retraits programmés, avec la possibilité de retirer en capital jusqu'à 30% des droits accumulés.
- Toutes les catégories d'intermédiaires peuvent commercialiser un contrat *Riester* sous forme d'un produit spécifique à leur spécialité :
 - Les compagnies d'assurance peuvent offrir des contrats d'assurance retraite *Rentenversicherung*. Comme pour l'assurance vie allemande, ces contrats peuvent être des contrats garantissant un rendement minimum (analogues aux contrats d'assurance vie en euros français, mais théoriquement plus avantageux que ces derniers, qui se limitent à garantir la restitution du capital investi par le souscripteur). Les contrats d'assurance-retraite peuvent aussi être libellés en unités de compte : le souscripteur peut alors espérer un meilleur rendement mais il porte le risque de marché des placements réalisés en son nom. Les deux tiers des contrats *Riester* sont des contrats d'assurance, mais ces derniers déclinent depuis 2015.
 - Les intermédiaires peuvent proposer des plans d'épargne-retraite en fonds d'investissement. Comme les contrats d'assurance retraite en unités de compte, le souscripteur est alors exposé aux marchés sur lesquels sont effectués les placements provenant de son épargne. Mais l'intermédiaire doit alors garantir la restitution des sommes investies (cotisations et abondement de l'Etat) au moment de la retraite. En cas de déblocage anticipé, la restitution du montant investi n'est plus garantie. La part des plans d'épargne retraite en fonds d'investissement tend à augmenter, sans compenser totalement le déclin récent des contrats d'assurance.
 - Depuis 2008, les intermédiaires peuvent proposer des contrats d'accession à la propriété du logement *Wohn-Riester/Eigenheimrente*. Les capitaux disponibles sur le contrat doivent alors être utilisés pour honorer les échéances de crédit à l'habitat lié à l'achat d'un logement. Le bénéficiaire doit avoir fini de rembourser son prêt au plus tard à l'âge de 68 ans. Le principe implicite de cette forme d'épargne retraite est que la possibilité de se loger sans avoir à payer un loyer est équivalente à la perception d'une rente sous forme de versements monétaires.

Ce cocktail d'incitations a, au moins dans une première période, convaincu un grand nombre de ménages. A fin 2017, 16,5 millions de contrats (20% de la population)³ étaient en cours. Cette performance est à comparer aux 2,3 millions détenteurs d'un PERP français à fin 2016 (3,5% de la population). Mais le dispositif a fait l'objet de campagnes de presse défavorables et le nombre de contrats ouverts plafonne depuis 2012. Les prestataires sont particulièrement critiqués pour le niveau et l'opacité des commissions prélevées par les intermédiaires. Des calculs actuariels ont montré qu'un retraité recevant une rente *Riester* ne récupère un montant supérieur aux cotisations qu'il a versées dans sa vie active, qu'à partir de l'âge de 90 ans, alors que l'espérance de vie de la population est de 78 ans.⁴ Un cinquième des détenteurs d'un contrat *Riester* ont cessé de l'alimenter⁵. Depuis deux ans, les contrats d'assurance

³ Un individu peut détenir plusieurs contrats « *Riester* ». Le taux de couverture de la population est donc un peu inférieur à 20%.

⁴ Die Riester-Lüge, <http://www.wiwo.de/finanzen/die-riester-luege-403903>, Wirtschaft Woche, juillet 2009.

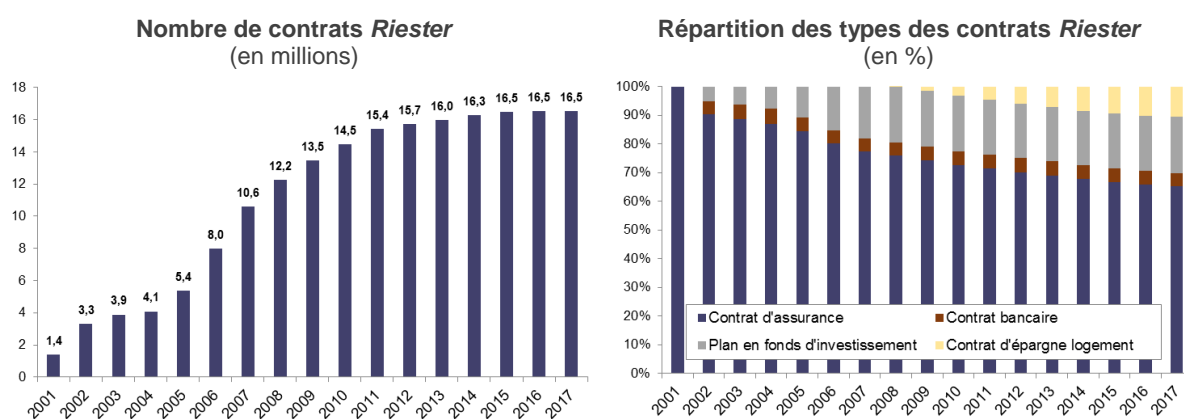
⁵ Source : *Pension Savings The Real Return 2017*, Edition, Better Finance, page 232.

retraite ne se développent plus. Seuls les contrats en fonds d'investissement et les contrats *Wohn-Riester* à finalité d'acquisition immobilière continuent d'attirer de nouveaux épargnants.

Jusqu'en 2016, seuls les droits d'entrée étaient réglementés, et répartis sur au moins 5 ans pour éviter un coût d'entrée excessif. Les intermédiaires ont été accusés de détourner la plus grande partie des aides fiscales et des subventions. Les frais sont estimés à au moins 10% du montant des cotisations versées⁶. Depuis janvier 2017, la loi prévoit que chaque nouveau souscripteur doit recevoir une fiche standardisée comprenant une liste détaillée des frais et l'illustration de la réduction de performance induite par ces frais, qui sont désormais plafonnés. Les frais d'entrée en cas de transfert de l'épargne sur un produit offert par un prestataire différent ne peuvent porter que sur la moitié du capital transféré.

Selon une proposition soumise au *Bundesrat* par les ministres du Land de Hesse en avril 2018, les salariés non couverts par un régime professionnel seraient par défaut automatiquement affiliés à un régime de retraite individuel créé par le gouvernement, sur le modèle britannique.

Graphique 1 : Nombre de contrats *Riester* et répartition par types de contrats



⁶ Source : *Pension Savings The Real Return 2017*, Edition, Better Finance, page 237-238.

On peut tirer plusieurs enseignements de l'expérience allemande :

1. Tout d'abord, l'abondement de l'effort d'épargne par l'Etat a un fort impact incitatif sur la demande, sans doute plus fort que la réduction d'impôt sur le revenu.
 - L'avantage est immédiatement perceptible alors que la réduction d'impôt sur le revenu est diluée dans l'ensemble des charges déductibles ;
 - L'abondement proportionnel à l'effort d'épargne du souscripteur est incitatif pour l'ensemble de la population, alors que la réduction d'un impôt progressif intéresse surtout les catégories de la population disposant des revenus abondants, imposées à un taux marginal élevé. Les abondements de l'Etat sont plus égalitaires et ont donc un impact plus important, au moins sur le nombre de souscripteurs, sinon sur le montant global de la collecte ;
 - Le dispositif français pourrait aussi s'inspirer de l'exemple allemand, en accordant une aide à l'épargne retraite plus importante aux familles avec enfants. La logique économique serait d'inciter les ménages qui le peuvent à prendre des dispositions qui éviteront que le budget de leurs enfants ne soit grevé par la prise en charge de leurs parents, en particulier les dépenses liées à la dépendance. Cette aide pourrait s'intégrer dans la réforme de la politique familiale sur laquelle une réflexion est engagée.
2. Ensuite, la possibilité pour toutes les catégories d'intermédiaires de gérer et commercialiser un produit ayant un nom générique et un régime fiscal unique a un effet incitatif sur l'offre.
3. L'émulation entre les prestataires peut être motivée par la perspective de marges élevées, rendues possible par les incitations fiscales. Mais le risque est alors que la dépense fiscale et les subventions aux épargnants soient, pour une large part, capturées par les intermédiaires. La réputation du dispositif peut être particulièrement atteinte dans le cas de sortie en rente.
4. Il est donc important de prévenir les critiques et la défiance du public qui peuvent enrayer le développement du produit. Une information claire et standardisée sur les frais et une autodiscipline professionnelle de ces frais, sont nécessaires.

L'expérience britannique

L'équilibre général des retraites au Royaume-Uni diffère sensiblement du cas français. Les retraites du régime de base de la sécurité sociale sont faibles, mais à l'inverse, il existe une tradition de fonds de pension professionnels qui assurent à leurs membres la plus grande partie de leur revenu à la retraite. Les Pouvoirs Publics ont récemment mis en place des incitations et des obligations pour généraliser le bénéfice de dispositifs d'épargne retraite professionnelle et individuelle. Cette expérience est riche d'enseignements.

La modicité des retraites du régime de base par répartition

Depuis 2016, une pension d'État à un seul niveau remplace les anciennes pensions de base et complémentaires.

L'âge légal de la retraite est de 65 ans pour les hommes. Depuis avril 2010, l'âge légal de la retraite des femmes a progressivement augmenté, passant de 60 à 65 ans. L'âge légal de la retraite augmentera progressivement à partir de 2018 pour être fixé à 66 ans en 2020 pour les hommes et les femmes, à 67 ans entre 2026 et 2028, puis à 68 ans entre 2044 et 2046. L'âge de la retraite est réévalué régulièrement pour tenir compte des évolutions démographiques et d'espérance de vie, avec l'objectif qu'en moyenne un Britannique reçoive une pension publique pendant un tiers environ de sa vie d'adulte. Le récent *State Pension age review*⁷ préconise ainsi d'avancer le passage à 68 ans en 2037-2039. La planification à long terme de l'âge légal de la retraite a pour objectif de faciliter les anticipations des futurs retraités et de leur permettre d'adapter leur effort d'épargne en conséquence.

La pension publique dépend du nombre d'années de cotisations. Pour bénéficier d'une retraite complète, trente années de cotisations sont requises. La pension perçue au taux plein depuis avril 2017 pour une personne célibataire, s'élève à 125,95 £ par semaine (soit environ 630€ par mois contre 1 350 € en France, tous régimes confondus). Cette pension est indexée chaque année sur une batterie de trois indicateurs. Le chiffre le plus élevé est pris en compte entre : le taux moyen de croissance des salaires ; l'augmentation de l'indice des prix à la consommation ; et 2,5%.

Le développement de l'épargne retraite professionnelle

La retraite de base au Royaume-Uni étant très faible, la contribution des dispositifs de retraite par capitalisation, tant au niveau professionnel qu'individuel, est déterminante pour assurer un niveau de vie décent aux retraités. Dans une majorité de grandes entreprises, les salariés sont couverts depuis longtemps par des fonds de pension à prestations définies ou à cotisations définies. Mais tous les salariés n'en bénéficiant pas, en particulier dans les PME, une réforme a été engagée en 2008 pour que, progressivement, les salariés de toutes les entreprises soient par défaut automatiquement affiliés (*automatic enrollment*) à un régime de retraite professionnel par leur employeur.

Les entreprises qui n'offrent pas de régime spécifique peuvent s'acquitter de leur obligation en abondant un contrat d'épargne retraite individuel souscrit par leurs salariés. Tous les salariés ayant un revenu annuel supérieur à 10 000 £ sont concernés. Le taux de cotisation minimum a été élevé progressivement sur plusieurs années. En 2018, le taux minimum de cotisation des salariés est de 2,4% de leur salaire brut et celui des entreprises est de 2%. Ces taux passeront respectivement à 4% et 3% en 2019.

⁷ *State Pension age review*, Department for Work and Pensions, July 2017

https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/630065/state-pension-age-review-final-report.pdf

L'affiliation automatique n'est pas absolument universelle. En effet, les salariés ayant un salaire annuel inférieur à 10 000 £ et ceux qui ont moins de 22 ans ou plus de 65 ans (l'âge légal de la retraite) ne sont pas concernés. Néanmoins, l'impact de ces dispositions est indéniable. Le nombre de salariés membres d'un régime de retraite professionnel est passé de 8 millions en 2013 à 13,5 millions en 2016.

Les entreprises choisissent très majoritairement les fonds à cotisations définies pour se conformer à l'obligation d'affiliation automatique de leurs salariés.

Les frais des contrats d'épargne retraite ont fait l'objet d'intenses débats qui ont conduit les pouvoirs publics à imposer des plafonds. Les frais de gestion annuels *Annual Management Charges* (AMC) sont les principaux frais prélevés par les fonds de pension. Ils sont calculés en pourcentage du montant de l'actif du fonds. Cependant, certains régimes imposent des frais supplémentaires, par exemple des frais d'entrée ou des frais fixes. Dans certains cas, des frais d'audit, juridiques, de garde ou de conseil sont ajoutés à l'AMC et déduits du montant de la pension des membres.

Selon la dernière édition de l'étude annuelle de Better Finance : *Private Pensions : the Real Return*, les frais de gestion seraient en moyenne de l'ordre de 0.55% de l'actif des fonds.

Le développement de l'épargne retraite individuelle

Les Pouvoirs Publics ont pris un ensemble de mesures incitatives pour développer l'épargne retraite individuelle :

- Les cotisations jusqu'à 40 000 £ par an sont déduites du revenu imposable.
- Les prestataires peuvent imposer des frais supplémentaires en cas de déblocage anticipé de l'épargne accumulée. Depuis 2017, ces frais ont été plafonnés par la réglementation à 1% du montant des capitaux retirés.
- Une grande flexibilité de modes de sortie a été instituée. Les épargnants convertissent normalement les droits accumulés en une rente viagère, qui est imposable. Mais depuis 2015, de nouvelles options de sortie sont offertes aux membres des fonds de pension à cotisations définies. La sortie en rente n'est plus obligatoire. Les retraités peuvent désormais sortir entièrement en capital, mais les montants retirés au-dessus du quart de leurs droits sont intégrés au calcul du revenu imposable et taxés au taux marginal de l'impôt sur le revenu. Cette option permet au retraité de librement disposer du capital accumulé en liquidités, ou de le réinvestir en actifs immobiliers ou financiers générateurs de revenus. Le choix de l'option de sortie au début de la période de retraite est définitif et il s'applique à toute la période de retraite.
- Les retraités peuvent conserver une partie de leurs droits investis dans le fonds, avec un droit de tirage « *flexi-access drawdown* » sur les montants concernés. Le retraité tire alors un revenu des retraits programmés qu'il effectue sur ses droits. 75% de ce revenu sont intégrés dans l'assiette de l'impôt sur le revenu. Le retraité prend alors le risque d'épuiser le capital accumulé avant sa mort s'il prélève des montants trop élevés au début de sa retraite ou si les performances du capital accumulé non consommé sont plus faibles qu'anticipé. Les prestataires financiers n'ont pas l'obligation d'offrir cette faculté à leurs clients.

Régimes à prestations définies

Lorsqu'ils font valoir leurs droits, les retraités peuvent prélever sur leurs droits une somme forfaitaire en espèces. Les régimes de retraite peuvent proposer une rente et une somme forfaitaire en espèces séparément (en particulier dans le secteur public).

Les régimes qui ne proposent pas une rente et une somme forfaitaire en espèces séparément, offrent la possibilité d'échanger une partie de la rente contre un capital (jusqu'à concurrence du maximum spécifique à chaque régime).

Le Royaume-Uni est un laboratoire expérimental riche d'enseignements pour l'épargne retraite car celle-ci doit compenser le bas niveau des retraites versées par le régime public par répartition. Pour augmenter le volume de l'épargne retraite et soutenir le niveau de vie des retraités, les leviers suivants apparaissent comme les plus efficaces :

1. Tout d'abord, **l'affiliation automatique** des salariés qui ne la refuseraient pas explicitement.

En France, l'adhésion par défaut dans les entreprises ayant mis en place un PERCO n'est possible que si le règlement du PERCO l'a prévue. Une nouvelle impulsion pourrait être donnée en **généralisant l'adhésion par défaut** à tous les PERCO. L'adhésion par défaut concernerait tous les salariés, éventuellement en la limitant à ceux dont le salaire dépasserait un seuil minimum, par exemple deux ou trois fois le SMIC.

2. Ensuite, la simplification des différentes composantes de la retraite et la **planification à long terme** (10 ans à l'avance) de **l'élévation de l'âge minimum** d'ouverture des droits pour faciliter les anticipations des futurs retraités.

“Reducing complexity so that people can make informed decision about whether when and how much to save”.

State Pension age review, Department for Work and Pensions, July 2017

La capacité d'anticipation des Français est entravée, à moyen-long terme par les incertitudes sur l'âge de la retraite, et à court terme lorsqu'ils atteignent cet âge par la complexité et la longueur des procédures de liquidation des droits, en particulier en cas de carrière mettant en jeu plusieurs caisses de retraite.

L'intention affichée par le gouvernement d'unifier les systèmes de retraite et d'instaurer un système par points sans faire évoluer l'âge de la retraite pourrait avoir des effets contradictoires :

- L'unification des systèmes de retraite facilitera les anticipations des ménages et devrait simplifier le traitement des demandes de retraite. En France, la liquidation des droits à retraite des régimes de base souffre d'une intégration encore incomplète du traitement des dossiers. Beaucoup d'utilisateurs ne parviennent à liquider leurs droits qu'avec retard. En améliorant la visibilité à court et moyen terme sur leurs ressources à la retraite, un système unifié par points permettra aux Français d'adapter leur effort d'épargne en connaissance de cause. Il devrait être prioritaire de réorganiser la chaîne de traitement des dossiers en assurant la cohérence des différentes interfaces avec les utilisateurs : Espace personnel des utilisateurs sur le site Internet des caisses, téléphone, courriers, entretiens sur place.

- Des trois paramètres déterminant l'équilibre des régimes de retraite, l'un, le montant des retraites, serait piloté automatiquement par la valeur du point, tandis que l'autre, l'âge de la retraite, serait bloqué et que seul le troisième, les taux de cotisations, pourrait être l'objet de négociations avec les partenaires sociaux. Or les tendances démographiques obligent tous les pays développés à élever progressivement l'âge du départ en retraite. La France n'échappera pas à cette tendance lourde, sauf à accepter une baisse drastique du niveau des pensions ou une hausse des cotisations, qui viendrait encore augmenter le poids des prélèvements obligatoires. Le Conseil d'Orientation des Retraites (COR)⁸ prévoit d'ores et déjà que le rapport entre les effectifs de cotisants et les effectifs de retraités de droit direct passera de 1,74 actuellement à 1,27 en 2070⁹. Le système de retraite sera en déficit dès le début des années 2020 et ce déficit représenterait jusqu'à 1,7% du PIB en 2070 dans un scénario défavorable d'évolution de la productivité. Plutôt que d'annoncer la fixité de l'âge de la retraite, il serait au contraire préférable de planifier sa hausse de manière transparente, en concertation avec les partenaires sociaux. C'est d'ailleurs ce qu'ont fait les deux pays européens qui ont institué un système par points, la Suède et l'Italie.

Un mode de fixation automatique de la valeur du point en fonction de l'équilibre financier du système peut aboutir à un abaissement socialement insupportable du niveau de vie des retraités si l'équilibre démographique évolue dans un sens défavorable aux actifs. Il faudra alors élever l'âge de la retraite.

L'âge légal de la retraite a un impact qui ne se limite pas au régime de base et aux régimes complémentaires par répartition. Il détermine aussi l'ouverture des droits acquis dans le cadre de l'épargne retraite.

3. Ensuite, **permettre la plus grande flexibilité des modalités de sortie**, avec une liberté de choix entre la rente, le capital et les retraits programmés permettant de faire fructifier le capital non consommé.

Depuis 2015, il est possible au Royaume-Uni de sortir entièrement en capital d'un fonds à cotisations définies britannique, mais les sommes retirées qui excèdent 25% du capital accumulé sont assujetties à l'impôt sur le revenu.

De la même façon, il pourrait être envisagé en France **de lever toute restriction à la sortie en capital**, tout en soumettant à l'impôt sur le revenu les montants retirés au-delà d'un pourcentage fixe du capital accumulé. (20% ou 25% comme au Royaume-Uni).

Cette possibilité serait notamment appréciable pour les nombreuses personnes ayant peu cotisé à un contrat Madelin au cours de leur vie active. Ce cas est fréquent : de nombreux salariés quittent leur entreprise pour créer leur propre entreprise, dont ils sont gérants. Incités à le faire par un niveau de cotisation plus faible pour les indépendants, ils peuvent choisir de ne pas être liés à leur entreprise par un contrat de travail dans un premier temps. Dans un deuxième temps ils peuvent changer de statut au sein de leur entreprise et devenir salariés ou ils peuvent revenir sur le marché du travail. Ces personnes se retrouvent à la retraite avec un capital accumulé faible, ne pouvant générer qu'une rente très faible. Si elles pouvaient alors recevoir un petit capital, celui-ci s'analyserait comme un revenu complémentaire la première année de leur retraite, permettant de faciliter la transition vers

⁸ Retraites : perspectives financières jusqu'en 2070, quatorzième rapport du COR, novembre 2017.

⁹ Le ratio serait de 1,52 en 2070 dans une variante « population jeune » avec un flux migratoire de 120 000 personnes par an à partir de 2020, une espérance de vie à 60 ans diminuée de 2,5 ans et un taux de fécondité de 2,1 enfants par femme à partir de 2020.

leur nouveau statut et de couvrir les dépenses exceptionnelles occasionnées par l'adaptation à un nouveau mode de vie, par exemple un changement de domicile.

Il pourrait aussi être envisagé de permettre aux retraités de mettre en place des retraits programmés sur un fond d'investissement diversifié. Cela permettrait aux retraités, à la fois de recevoir un revenu régulier et de bénéficier de la valorisation du fonds au cours du temps pendant toute la période de retraite.

4. Enfin, que les professionnels mettent en place une **auto discipline sur les frais** supportés par les épargnants. Sur cette question, le Royaume-Uni est plutôt un contre-exemple, révélateur des dérives à éviter.

Si des abus étaient avérés, le risque serait alors qu'une norme fixe soit imposée par la voie administrative, comme au Royaume-Uni. Un plafond des frais fixé en pourcentage des capitaux accumulés présenterait un double inconvénient :

- Les prestataires pourraient s'aligner sur le plafond, ce qui augmenterait finalement le coût pour les épargnants ;
- Les prestataires ne disposeraient pas d'une flexibilité leur permettant de moduler leur offre et la qualité de leurs conseils. Par exemple, la nature de la rente, viagère ou temporaire, peut changer le coût du produit.

Le produit paneuropéen d'épargne retraite individuelle (PEPP)

La Commission européenne a publié une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relative à un produit d'épargne retraite individuelle standardisé. Ce projet est l'une des principales réalisations du plan d'action pour une « Union des Marchés de Capitaux » présenté en septembre 2015 par la Commission européenne.

L'épargne retraite individuelle ne s'est pas beaucoup répandue dans la population française depuis la mise en place de son cadre réglementaire et fiscal en 2003. Mais le label PEPP devrait relancer l'épargne retraite individuelle dans les pays, comme la France, où cette catégorie de produits est encore peu répandue et dans ceux, tels l'Allemagne, où les critiques de ses performances et de la ponction des frais des intermédiaires ont suscité la défiance des consommateurs. L'étude d'impact réalisée par Ernst and Young pour la Commission prévoit que le label PEPP pourrait donner une nouvelle impulsion à l'épargne retraite individuelle en Europe. Son encours passerait de 700 milliards € à 2100 milliards en 2030¹⁰.

Cette proposition sera examinée par le Parlement Européen et par les Etats-Membres de l'Union européenne et est donc susceptible d'évoluer. La comparaison des caractéristiques du nouveau produit avec celles des produits d'épargne retraite individuelle existant en France est cependant instructive (voir l'annexe). Le PEPP n'a pas vocation à remplacer les produits existants mais cet examen doit permettre aux négociateurs français de faire évoluer le projet européen pour le rapprocher de l'existant en France, lorsque son bilan est positif. D'autre part, les produits nationaux pourront être transformés en PEPP après que leur conformité avec les règles applicables au PEPP aura été constatée par EIOPA, l'autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles. Le dispositif prévu diffère donc de celui des fonds d'investissement, qui disposent du passeport européen après autorisation de l'autorité nationale d'origine de la société de gestion.

Les institutions financières qui produisent ou distribuent les produits français existants auraient avantage à prendre en considération les différences afin de pouvoir les éliminer le plus rapidement possible, et bénéficier de la libre prestation de services en Europe dès que le règlement européen sera en application. Les règlements européens sont directement applicables dans les Etats membres, en évitant donc la phase de transposition des normes européennes dans le droit national¹¹. Le PEPP pourrait s'imposer rapidement dans le paysage de l'épargne.

Les épargnants français pourront alors bénéficier d'une offre plus complète et concurrentielle. Ils pourront acquérir des produits offerts par des prestataires domiciliés dans d'autres pays, en particulier ceux qui seront disponibles en ligne, une faculté expressément prévue par la Commission européenne. La portabilité d'un PEPP d'un prestataire à un autre pourra s'appliquer à un prestataire d'un autre pays, par exemple en cas de mobilité de l'épargnant. Dans ce cas, des compartiments nationaux seront ouverts au sein du PEPP d'un prestataire. La faculté de changer de prestataire serait ouverte aux épargnants avec une fréquence maximum de 5 ans. Les frais de changement de fournisseur seront plafonnés à 1,5% du capital accumulé par l'épargnant.

Les épargnants souscrivant à un PEPP auront la possibilité de choisir entre 5 profils de risque au maximum, incluant une option par défaut garantissant au moins la restitution du capital investi, éventuellement en termes réels (neutralisant l'inflation). Les épargnants pourront changer de profil d'investissement tous les cinq ans

Les coûts et les frais feront l'objet d'une transparence totale.

¹⁰ *Study on the feasibility of a European Personal Pension Framework*, Ernst and Young, June 2017.

¹¹ Toutefois, les conditions de versement des cotisations, qui ne sont pas couvertes par le règlement, devront être fixées par les réglementations nationales.

Comme en Allemagne, toutes les catégories d'institutions financières – banques, assurances, sociétés de gestion, entreprises d'investissement, fonds de pension professionnels – pourraient offrir des PEPP.

Les prestataires devront publier un document d'information clé (KID) comportant au moins les mentions prévues dans le règlement et permettant aux prospects de faire leur choix. Le règlement prévoit six types d'informations devant figurer dans les KID :

- description des prestations, en particulier le point de savoir si elles sont garanties ou non ;
- période minimum ou maximum de souscription ;
- définition de l'âge de la retraite ouvrant les droits ;
- informations sur la portabilité du produit d'un fournisseur à un autre ;
- informations sur la performance des investissements au regard de critères ESG¹² ;
- droit applicable.

Des informations devront aussi être données aux prospects sur les performances financières passées du produit sur une période de cinq ans ou, à défaut depuis le lancement du produit, et des informations détaillées sur la structure des coûts. Une institution qualifiant ses conseils d'indépendants, devra appuyer ses recommandations sur la comparaison d'un nombre suffisant d'offres du marché.

Les souscripteurs recevront un relevé des droits à retraite les informant en continu des données générales de leur produit et de leurs données personnelles.

La proposition de la Commission prévoit une grande flexibilité des modalités de versement des cotisations. Les PEPP devront aussi offrir aux épargnants le choix du mode de sortie, en capital, en rente viagère ou temporaire, par retraits ou une combinaison de ces différentes formules. Ce choix pourra être révisé une fois tous les cinq ans. Des possibilités de déblocage anticipé avant l'âge de la retraite seront prévues « en cas de situation particulièrement difficile », selon une définition qui sera laissée aux Etats-membres.

Les investissements réalisés pour le compte des souscripteurs devront être principalement effectués sur un marché réglementé mais les achats d'actions non cotées ou en infrastructures ne pourront pas être limités par la réglementation propre au PEPP.

Dans une recommandation émise en parallèle à sa proposition de règlement, la Commission incite les Etats membres à appliquer au PEPP le régime fiscal le plus favorable existant sur les produits nationaux. De manière générale, les cotisations versées sur le PEPP seront déduites du revenu imposable, en France comme ailleurs.

¹² Environnement, social, gouvernance.

Comment être prêt à rapidement s'adapter à la nouvelle réglementation européenne ? Les points de vigilance

On trouvera en **Annexe** une comparaison des caractéristiques du PEPP avec celles des produits français existants. Les principaux points de vigilance sont les suivants :

- Faire converger l'information des prospectus et des souscripteurs avec le document d'information clé prévu dans le projet de règlement européen, en incluant notamment les informations suivantes :
 - description des prestations, en particulier le point de savoir si elles sont garanties ou non ;
 - période minimum ou maximum de souscription ;
 - définition de l'âge de la retraite ouvrant les droits ;
 - informations sur la portabilité du produit d'un fournisseur à un autre ;
 - informations sur la performance des investissements au regard de critères ESG (environnement, social, gouvernance).
- Généraliser la possibilité de sortie en capital.

La liberté de déterminer contractuellement la forme des prestations (rente, capital, retraits programmés) sera une condition obligatoire pour qu'un produit reçoive le label PEPP. Les épargnants pourront revoir tous les cinq ans leur choix.

Aujourd'hui en France, les produits d'épargne retraite professionnelle : contrats Madelin ; PERE (article 83) et dispositifs d'entreprise à prestations définies de l'article 39, imposent une sortie exclusive en rente. La loi de finances 2018 avait prévu la possibilité d'une sortie en capital mais cette disposition a été invalidée par le Conseil Constitutionnel pour un motif de forme : Le Conseil a considéré par une décision du 28 décembre 2017 qu'une telle disposition n'avait pas sa place dans une loi de finances et était de ce fait contraire à la Constitution. Le projet de loi PACTE reprend ces dispositions.

Cependant, le projet de loi PACTE prévoit l'hypothèse que le titulaire d'un contrat d'épargne retraite opte irrévocablement pour liquider tout ou partie de ses droits par l'acquisition d'une rente viagère lors de l'ouverture du plan. Cette disposition n'est pas compatible avec le projet de règlement PEPP en l'état actuel de sa rédaction.

- La portabilité

Le projet de règlement PEPP prévoit de manière détaillée l'assistance qu'un fournisseur doit apporter à son client qui lui demande de transférer ses avoirs vers un autre fournisseur, dans son pays ou un autre Etat membre de l'Union européenne. Les frais de transfert d'un fournisseur à un autre seront limités à 1,5% de l'encours du plan, alors que le projet de loi PACTE prévoit un plafond de 3% des droits acquis.

- Les options d'investissement

Les prestataires de PEPP pourront proposer jusqu'à cinq options d'investissement, dont une option par défaut garantissant au moins la restitution du capital investi.

Le projet de loi PACTE prévoit de généraliser la gestion pilotée en vigueur sur le PERCO comme option par défaut. La gestion pilotée permet de réduire progressivement le risque du portefeuille à l'approche de l'âge de la retraite. Elle est compatible avec l'option par défaut du PEPP puisqu'elle détermine non seulement le point d'arrivée qu'une entreprise d'assurance garantit au souscripteur mais aussi le chemin suivi par le gérant d'actifs pour y parvenir.

Sortie en rente ou en capital : les résultats de la recherche

La théorie économique prévoit que les individus aient une préférence pour une sortie en rente qui les protège contre le risque d'un revenu insuffisant dans leur vieillesse. Les individus, en particulier les plus averses au risque, devraient détenir une part importante de leurs actifs sous forme de droits à une rente. Pourtant, les résultats empiriques montrent que beaucoup de personnes préfèrent une sortie en capital pour un montant égal à la valeur actuelle d'une rente viagère. Un produit avec une sortie en capital est donc plus attractif et devrait générer un effort d'épargne plus important qu'un produit avec sortie obligatoire en rente.

Plusieurs raisons peuvent expliquer la préférence pour une sortie en capital :

- Celle-ci donne au bénéficiaire une flexibilité temporelle de sa consommation.
- Elle permet de léguer des actifs aux héritiers.
- Elle permet aux individus ayant une éducation financière de bénéficier des revenus financiers de leurs placements.

Une objection souvent formulée à l'encontre de la sortie en capital serait l'incapacité des ménages à anticiper la chronique de leurs besoins. En particulier, des témoignages font état d'une sous-estimation de l'espérance de vie. Il faudrait donc protéger les individus contre des biais de comportement qui les feraient dévier de la norme de la théorie du cycle de vie. En réalité, les résultats empiriques indiquent que la consommation lors du passage à la retraite baisse en moyenne plus que les revenus : contrairement à la théorie du cycle de vie, les ménages continuent d'épargner à la retraite.

Chai et al. (2013)¹³ modélisent les facteurs susceptibles d'inciter les individus à décaler l'âge de leur départ en retraite si cela leur permettait de sortir en capital, plutôt qu'en rente. Aux Etats-Unis, les salariés peuvent partir plus tôt que l'âge légal de la retraite (65 ans) avec une décote, à partir de 62 ans, ou plus tard, jusqu'à 70 ans avec un supplément de retraite de 8% par année d'emploi supplémentaire. Les auteurs trouvent que les Américains pourraient décaler leur départ en retraite d'un an et demi à deux ans. Ils seraient donc prêts à augmenter de 5% environ leur durée et le montant total de cotisations versées au cours de leur vie active, un chiffre que l'on peut transposer en termes d'épargne retraite supplémentaire générée par un produit dont la modalité de sortie est libre, par rapport à un produit avec sortie en rente obligatoire. Dans le cas américain, 49% des individus de plus de 60 ans pourraient choisir de partir en retraite à 67 ans si cela leur permettait d'obtenir un capital plutôt qu'une rente, alors qu'ils ne sont que 4% à le faire dans le cadre des paramètres actuels du dispositif de sécurité sociale. Si le capital alloué est égal à la valeur actuelle d'une rente viagère compte-tenu des tables de mortalité utilisées, la réforme proposée n'aurait pas d'impact sur le coût des prestations pour la sécurité sociale et augmenterait ses ressources puisque les individus choisissant cette option cotiseraient plus longtemps. Les retraités obtiendraient de leur côté un supplément de bien-être car ils pourraient consommer plus dans la première période de leur retraite, lorsque le risque de mortalité est le plus faible.

¹³ Chai, Maurer, Mitchell, Rogalla, « Exchanging delayed social security benefits for lump sums: could this incentivize longer work career? », working paper 19032 du National Bureau of Economic Research (NBER), Mai 2013.

Proposition 2 : Permettre le transfert de compte épargne et assurance vie vers le plan de retraite individuel, en neutralisant l'opération fiscalement

L'expérience italienne

En Italie comme en France, une indemnité de fin de carrière (*Trattamento di Fine Rapporto* – TFR) est payée au salarié à la fin de son emploi, en général au moment de la retraite. Mais à la différence de la France, le TFR est calculé et accumulé chaque année d'activité. Il est alimenté pendant la période d'emploi par une contribution annuelle égale à 6,91% de la rémunération et obligatoirement épargnée. Le capital accumulé au titre du TFR est réévalué chaque année de 1,5% plus 75% de l'évolution de l'indice des prix à la consommation.

Les salariés peuvent demander un déblocage anticipé, à hauteur de 70% des capitaux accumulés au maximum, à titre exceptionnel en cas de problèmes de santé, de premier achat immobilier ou de congé parental. De plus, une loi de 2015 permet aux salariés du secteur privé de recevoir leur TFR en avance sous forme de prêt bancaire. Cette réforme est mise en œuvre à titre expérimental de mars 2015 à juin 2018.

Depuis 2007, les salariés du secteur privé peuvent opter pour le versement de leurs cotisations au titre du TFR à un fonds de pension. L'option par défaut est le versement du TFR à un fonds de pension sectoriel, s'il en existe dans le secteur concerné, ou à défaut à un fonds ouvert. Dans les entreprises de 50 salariés ou plus, les TFR des salariés n'ayant pas fait savoir s'ils optent pour le versement à un fonds de pension sont versés sur un fonds géré par la Sécurité Sociale. Dans les entreprises de moins de 50 salariés, ils restent dans l'entreprise jusqu'au départ en retraite du salarié. De 2007 à 2016, 50 milliards d'euros d'indemnités de fin de carrière ont ainsi été dirigés vers les diverses formes de fonds de pension.

Tableau 1 - Affectation du *Trattamento di Fine Rapporto* – TFR (En Mds €)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total
Retraite complémentaire	3,2	5	5,1	5,1	5,2	5,2	5,2	5,2	5,5	5,7	50,4
Sécurité Sociale	5,4	5,7	5,5	5,4	5,8	6	5,5	5,6	5,6	5,8	56,3
Fonds propres de l'entreprise (provision)	14	13,9	12,9	13,6	14,1	13,6	13,3	13,4	13,7	13,7	136,2
Total	22,6	24,6	23,5	24,1	25,1	24,8	24	24,2	24,8	25,2	242,9

Les salariés qui optent pour le versement du TFR à un fonds de pension peuvent librement choisir parmi les différentes catégories de fonds de pension ou de produits d'épargne retraite. Ceux qui optent pour les produits d'épargne retraite individuelle (les « PIP »), choisissent librement le montant de leur cotisation. Cette réforme, qui donne aux Italiens le contrôle de leur effort d'épargne pour la retraite est considéré comme une petite révolution culturelle, dans un pays où jusqu'à présent la préparation de la retraite se limitait aux cotisations obligatoires versées au système public par répartition.

La proposition du rapport Barrot-Zagury de permettre le basculement de l'épargne sur un produit d'épargne retraite investie sur un livret ou en assurance vie est d'inspiration comparable à la réforme du TFR italien, dans un contexte différent. L'objectif serait d'amorcer un transfert progressif de l'assurance vie vers l'épargne retraite. Serait-elle attractive pour les épargnants? L'opération reviendrait à échanger un produit parfaitement liquide¹⁴ contre un autre produit mobilisable seulement au moment du passage en retraite. Il faudrait que la rentabilité de l'épargne retraite soit nettement supérieure à celle des autres produits pour que

¹⁴ L'assurance vie en euro est souvent une épargne parfaitement liquide : les incitations fiscales sont conditionnées par une ancienneté du contrat au moins égale à 5 ou 8 ans, mais dès que cette ancienneté est acquise rien ne dissuade l'épargnant d'effectuer des retraits partiels, à condition de ne pas retirer l'intégralité du capital accumulé.

l'opération soit attractive. Le succès mitigé des contrats Euro-croissance (130 000 contrats en cours fin 2016, un encours total de 1,9 Mds €) invite à la prudence.

Quel enseignement tirer de l'expérience italienne ?

L'indemnité légale de retraite française peut se comparer au TFR, mais ce dernier est capitalisé tout au long de la vie active, ce qui n'est pas le cas de l'indemnité française. Il serait cependant possible de transposer en France l'expérience du TFR italien, soit en offrant aux salariés des grandes entreprises la faculté de capitaliser progressivement des cotisations qui seraient versées par leur employeur à un fonds de pension plutôt que de percevoir une somme forfaitaire quand ils prennent leur retraite, soit en **incitant les bénéficiaires de l'indemnité légale de retraite à investir celle-ci dans une rente viagère ou en actions** dans un PEA.

L'indemnité légale de retraite française est une somme forfaitaire que l'entreprise doit verser aux salariés qui partent en retraite. Cette indemnité est due aux salariés mis à la retraite par leur employeur et à ceux qui partent en retraite volontairement avec dix ans d'ancienneté. Son montant est calculé en fonction de l'ancienneté dans l'entreprise et du salaire d'activité de chaque salarié. Le montant minimum de l'indemnité légale est de deux mois de salaires pour les salariés ayant au moins 30 ans d'ancienneté dans l'entreprise. Les conventions collectives de branche peuvent fixer un niveau supérieur au minimum légal et l'entreprise peut verser une indemnité de fin de carrière supplémentaire au montant légal ou conventionnel.

Il n'existe pas de statistiques disponibles sur le montant total des indemnités de retraite versées chaque année par les entreprises françaises. Mais en combinant les données produites par la DRESS sur le montant moyen des retraites et le taux de remplacement moyen des salaires par les retraites, on peut estimer que l'encours des droits des 14 millions de retraités orientés vers les actions et les rentes viagères pourrait avoisiner les 100 milliards €, soit 50% environ de l'encours actuel d'épargne retraite (219 Mds € à fin 2016 selon les statistiques de la DRESS).

Proposition 3 : Assouplir les règles de gestion des fonds de retraite (ERAFP, FRR) et du fonds de démantèlement des centrales nucléaires d'EDF, et leur permettre d'augmenter leur exposition aux actions.

Les placements des investisseurs visés par la proposition s'élevaient au total à 93 milliards d'euros à fin 2017. Si l'on inclut, outre les actifs dédiés par EDF à la couverture de ses engagements de long terme (démantèlement des centrales et stockage des déchets radioactifs), ceux des autres exploitants nucléaires (AREVA : 7,1 Mds € et CEA : 17,4 Mds €), le total des actifs concernés monterait à près de 120 Mds €.

Tableau 2 - Valeur des placements des fonds de retraite et des fonds dédiés des exploitants nucléaires à fin 2017 (Mds €)

ERAFP	28.9
EDF	28.1
FRR	36.9
Total	93.9
AREVA	7.1
CEA	17.4
Total élargi	118.4

Source : Af2i

La nature et la durée des engagements est variable selon les institutions. Leur gestion actif-passif en découle.

Les exploitants nucléaires

Les exploitants nucléaires doivent garantir le respect de leurs obligations de long terme, dont les échéances s'étalent au-delà de 2150. Les actions sont la plus grosse classe d'actifs des actifs dédiés d'EDF (9,9 mds € à fin 2017 contre 9,3 mds € en titres de dette). Dans une configuration différente, la plus grande part des actifs dédiés du CEA est constituée d'une créance sur l'Etat. Enfin, les actions ou FCP actions représentent une part équivalente au portefeuille d'obligations et FCP obligations dans les actifs dédiés de AREVA, renommé Orano en 2018.

Le FRR

Depuis 2010 et jusqu'en 2024, le FRR verse à la CADES 2,1 mds € par an et ne reçoit plus aucun versement. L'horizon du fonds s'est de ce fait raccourci. Les actifs du FRR (37 Mds €) sont répartis, à peu près à égalité, entre une poche de performance principalement investie en actions, et une poche de couverture principalement obligataire, dont les coupons permettent de couvrir les versements annuels à la CADES. Environ un tiers des actifs de couverture sont des obligations d'entreprises.

La spécificité de la chronique de décaissements du FRR ne permet pas de comparer sa gestion d'actifs avec celle d'autres institutions étrangères.

L'ERAFP

L'ERAFP est un dispositif de retraite qui permet de verser une retraite additionnelle et dont les cotisations sont assises sur les primes et les rémunérations accessoires des fonctionnaires des services centraux, territoriaux et hospitaliers. Son portefeuille en prix de revient s'élevait à 25,9 milliards d'euros à fin février 2018. De création récente, l'ERAFP a vocation à augmenter ses placements, tant que les cotisations resteront inférieures aux prestations de retraite.

La jeunesse de l'ERAFP et l'échéance lointaine des décaissements en faveur de ses premiers bénéficiaires devraient induire un poids prépondérant des actions dans ses placements. Les règles d'allocation d'actifs de l'ERAFP en vigueur depuis avril 2017 prévoient que la moitié au moins de l'actif soit composé d'obligations. En réalité, cette classe d'actifs représente encore 56,9% de l'actif. Les actifs de diversification représentent 35,7% et l'immobilier 7,4%, en deçà du maximum réglementaire de 12,5%.

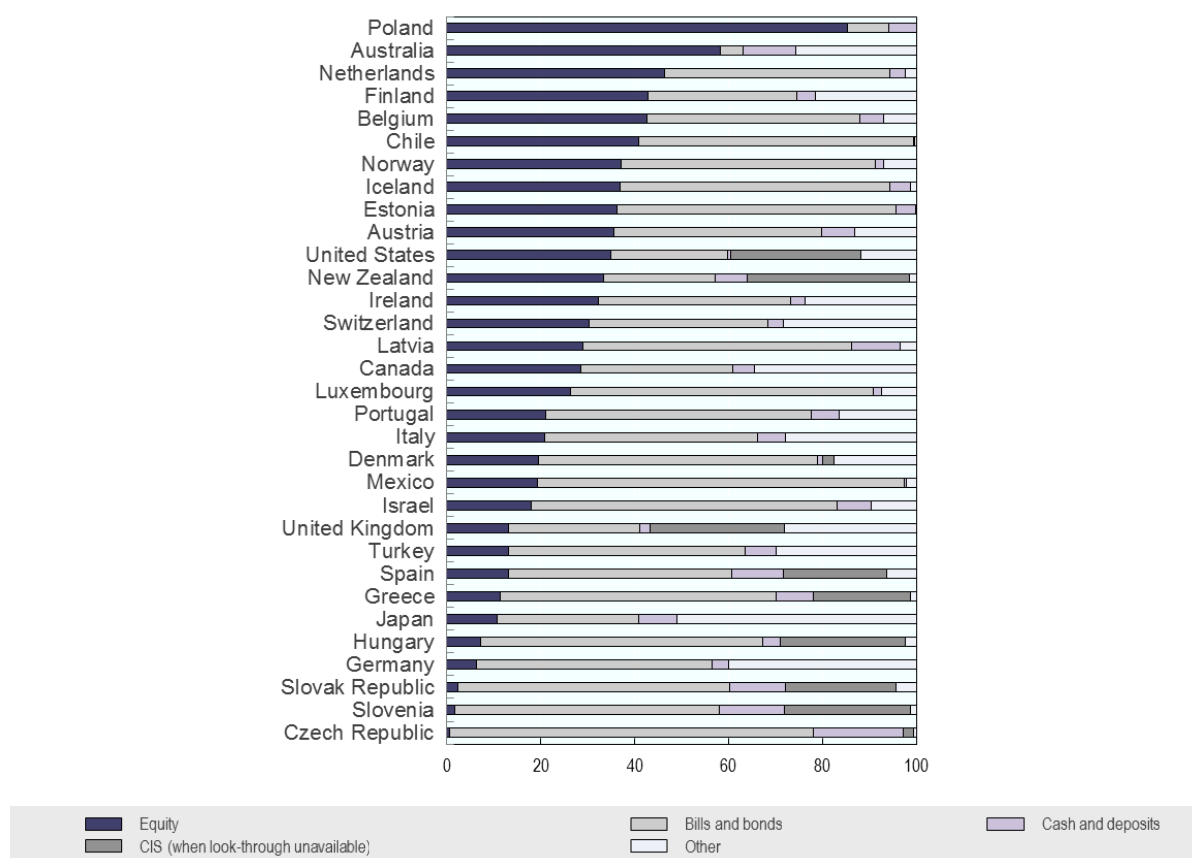
Tableau 3 - Règles d'allocation d'actifs de l'ERAFP et allocation réelle

		Contraintes réglementaires	Allocation au 31 décembre 2017
	Obligations	Au moins 50%	56,9%
Actifs de diversification	FCPR	5% maximum	35,7%
	Fonds non cotés	3% maximum	
	Fonds de prêt à l'économie	3% maximum	
	Actifs non libellés en euros	30% maximum	
	Immobilier	12,5% maximum	7,4%

L'examen des statistiques de l'OCDE montre que les fonds de pension d'une majorité de pays ont un actif composé pour moins de moitié en titres de créance (obligations et Bons). Ne sont au-dessus de 50% que l'Espagne, le Chili et la Russie. Dans les pays qui ont le système de fonds de pension le plus développé (Etats-Unis, Royaume-Uni, Pays-Bas) les titres de créance représentent environ le quart de l'actif des fonds de pension. Ils représentent nettement moins du cinquième en Suède, en Suisse. L'Allemagne est à 35%.

Des règles d'allocations d'actifs qui imposent une part majoritaire des titres de créance, apparaissent en dehors des standards internationaux.

Graphique 2 - Allocation d'actifs des fonds de pension en 2017



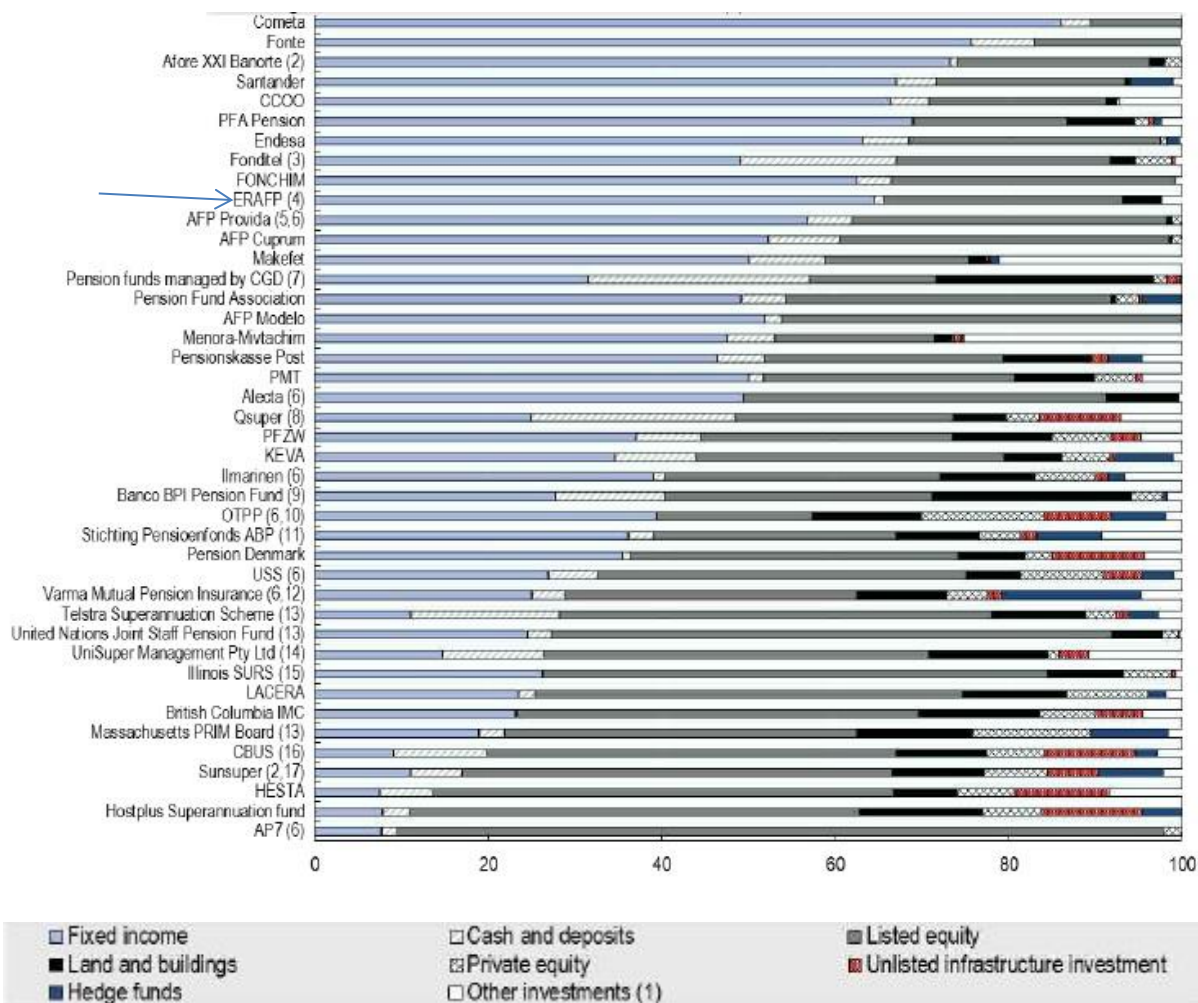
Source : OCDE

Afin de disposer de données individuelles significatives, L'OCDE réalise en outre depuis 2011 une enquête annuelle auprès des grands fonds de pension, fonds de réserve des retraites publics et fonds souverains.¹⁵ Les 120 institutions analysées gèrent 10 700 milliards de dollars. Les produits de taux et les liquidités ont le poids le plus élevé (57%), devant les actions cotées (29%). L'exposition aux actions est de 35% pour les grands fonds de pension couverts par l'enquête. L'une des tendances les plus nettes depuis 2011 est l'augmentation progressive des investissements alternatifs des fonds de pension et des fonds de réserve des retraites (près de 14% de l'actif en 2015). Les investissements alternatifs sont dominés par l'immobilier, et dans un moindre mesure le capital-investissement et les infrastructures.

L'ERAFP est la seule institution française couverte par l'enquête, et il se positionne parmi les fonds dont l'exposition aux produits de taux est la plus élevée.

¹⁵ Annual survey of large pension funds and public pension reserve funds – Report on pension funds' long-term investment 2016, OECD, 2018.

Graphique 3 - Allocation d'actifs des grands fonds de pension couverts par l'enquête OCDE (2015)



Source : OCDE

La tendance générale à travers le monde est de permettre une plus grande flexibilité aux fonds de pension dans le choix de leurs investissements.

Les investisseurs de long terme français devraient pouvoir **poursuivre le rééquilibrage de leurs portefeuilles en faveur des actions et les diversifier sur des classes d'actifs alternatifs.**

Proposition 4 : Assurance vie : faciliter l'investissement dans le non coté, en rendant les FCPI éligibles aux unités de compte.

Les particuliers représentent en France 15% des souscriptions à des véhicules de capital investissement, contre 21% dans les pays d'Europe du Sud (sources France Invest, Europe Invest). Le rapport Barrot-Zagury propose de renforcer ces placements en rendant les FCPI éligibles aux contrats d'assurance vie en unités de comptes.

Le secteur de l'assurance a déjà un poids relatif assez important dans les levées de fonds, 21,9% en 2016, contre 9% dans le groupe Royaume-Uni-Irlande, 8% en Europe du Sud et 7% dans les Pays Nordique et dans le groupe Autriche-Allemagne-Suisse selon Europe Invest. Ce positionnement compense en partie la faiblesse des fonds de pension en France comparativement au Royaume-Uni et aux Pays nordiques. Par rapport à l'Allemagne, l'assurance française compense aussi la faiblesse relative des investisseurs corporate (13% des levées de fonds en 2016 dans le groupe Autriche-Allemagne-Suisse).

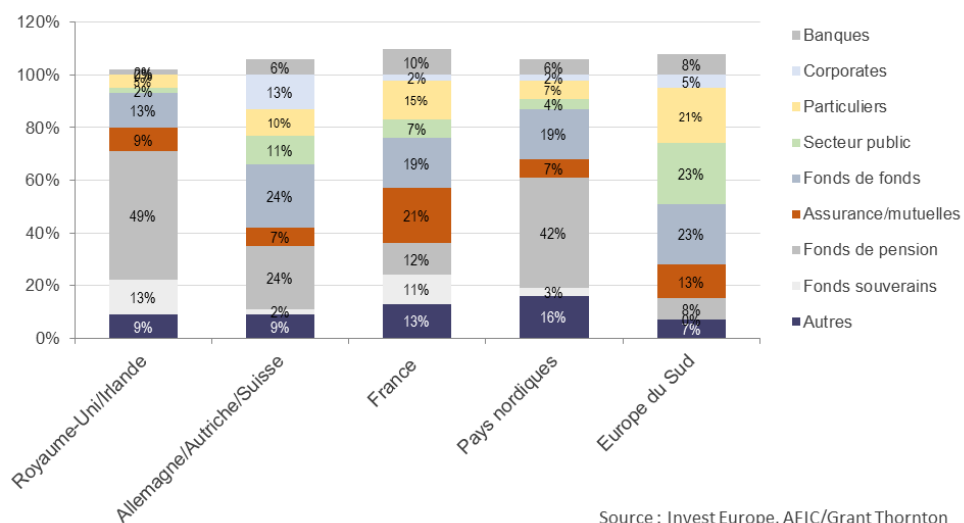
Tant que l'assurance vie jouira d'avantages fiscaux décisifs en France, ce véhicule est celui qui a le plus fort potentiel pour augmenter l'engagement des particuliers sur le capital investissement.

L'article 137 de la *Loi Macron* du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économique permet désormais aux entreprises d'assurances, pour les contrats souscrits depuis le 8 août 2015, en cas de rachat ou de décès du souscripteur, de livrer des titres ou des parts de fonds non cotés sur un marché réglementé. La sortie obligatoire en espèces dissuadait les assureurs d'intégrer des FCPI dans des contrats en unités de compte. Le risque pour l'assureur était en effet de ne pas pouvoir sortir des FCPI ou des actions non cotées représentés par les unités de compte. La sortie obligatoire en espèce faisait aussi courir le risque au souscripteur de subir une valorisation de sortie très défavorable, s'agissant de titres non cotés n'ayant pas de marché liquide.

Le blocage réglementaire étant levé, un nouvel élan pourrait être donné aux FCPI si ceux-ci devenaient éligibles aux contrats en unités de compte. Une telle orientation devrait cependant être accueillie avec une certaine prudence :

- Les performances passées des FCPI ont souvent été décevantes ;
- Les épargnants peuvent avoir été échaudés par les contrats *NSK* et *DSK* dont beaucoup avaient été lancés au sommet de la bulle Internet, qui s'est brusquement dégonflée en 2000 ;
- On ne dispose pas de l'expérience probante d'un pays étranger. Au Royaume-Uni, les véhicules d'investissement en titres non cotés sont inclus dans les *permitted links* éligibles comme unités de compte de l'assurance vie. Cependant, l'exposition agrégée à ces véhicules ne doit pas dépasser 10% de l'ensemble des encours d'unités de compte. De manière générale, les actifs des contrats en unités de compte doivent être réalisables dans un délai maximum de sept jours ouvrés, une condition que la plupart des fonds de capital investissement ne remplissent pas. Ils doivent être en mesure de fournir une valorisation quotidienne des parts des fonds de capital investissement. De telles règles sont incompatibles avec le modèle économique des fonds de capital investissement, qui comptabilisent leurs participations à leurs coûts d'achat. En pratique, les seuls véhicules éligibles seraient donc ceux qui sont cotés en Bourse.

Graphique 4 - Poids relatifs des différentes catégories d'acteurs dans les levées de fonds



Source : Invest Europe, AFIC/Grant Thornton

Proposition 5 : Faciliter l'introduction en bourse des entreprises. Abaisser le seuil de retrait obligatoire. Alléger les conditions de radiation.

Les règles s'appliquant à la cotation des PME ne sont pas harmonisées au plan international.

A plusieurs reprises, depuis les années 80, les autorités boursières et les entreprises de marché françaises ont cherché conjointement à faciliter la cotation des PME. En 1983 avait été lancé le Second Marché, qui ciblait surtout les entreprises familiales dans un contexte de transmission. En autorisant la cotation d'entreprises avec un flottant représentant 10% de la capitalisation et non pas 20% comme sur la Cote Officielle, l'objectif recherché était de permettre aux héritiers du fondateur de l'entreprise de conserver l'entreprise sans avoir à la démanteler pour payer les droits de succession. Le Second Marché a satisfait les parties prenantes pendant une assez longue période, mais la vogue des Nouvelles Techniques de l'Information et de la communication (NTIC) a conduit au lancement du Nouveau Marché sur le modèle du NASDAQ américain dans la deuxième moitié des années 90, sous l'impulsion de l'industrie du capital investissement. Le Nouveau Marché comme ses homologues européens, en particulier le Neuer Markt allemand, et le Nouveau marché italien, a perdu rapidement son attrait avec l'éclatement de la bulle Internet en 2000. Euronext a ensuite lancé un nouveau compartiment de cotation plus traditionnel, Alternext, dédié aux PME et aux ETI. Alternext n'a pas sollicité l'agrément comme marché réglementé mais comme Système Multilatéral de Négociation (SMN) au sens de la Directive sur les Services d'investissement (qui a précédé la directive Marché d'instruments financiers – MIF) et échappait de ce fait aux obligations d'information de la directive Prospectus. Alternext a été renommé Euronext Growth en juin 2017.

Des initiatives ont été aussi prises dans plusieurs pays pour faciliter la cotation en Bourse des PME. Dans son rapport intitulé *SME Financing through capital markets*, l'OICV décrit les meilleures pratiques de plusieurs pays dans ce domaine et formule un ensemble de recommandations¹⁶. L'expérience du Royaume-Uni et des Etats-Unis pourraient inspirer les autorités et les entreprises de marché françaises.

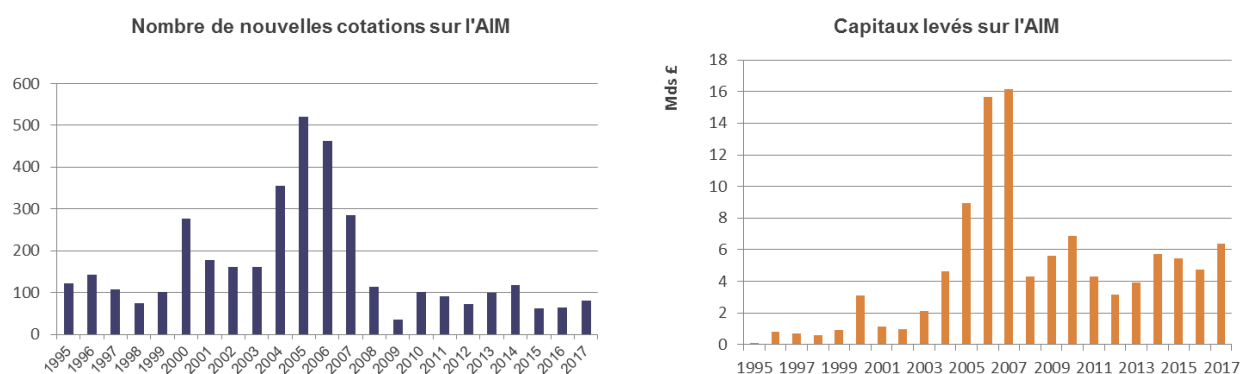
¹⁶ *SME financing Through Capital Markets*, OICV-IOSCO Growth and Emerging Markets Committee, July 2015.

L'expérience de la Bourse de Londres

La Bourse de Londres a eu dans ce domaine une action plus continue qu'Euronext, avec le développement depuis 1995 de l'Alternative Investment Market, AIM. Il est intéressant d'analyser les raisons de ce succès et ses limites. Selon une étude publiée par Grant Thornton en 2010, les entreprises cotées sur l'AIM ont contribué au PNB britannique à hauteur de 12 Mds £, et elles ont été à l'origine de 320.000 emplois directs ou indirects. L'AIM a pallié en partie les restrictions de l'offre de crédit bancaire qui ont suivi la crise financière et le resserrement des contraintes prudentielles.

Près de 1.000 sociétés sont actuellement cotées sur l'AIM, pour une capitalisation de 103 Mds £. 108 Mds £ ont été levés sur le marché primaire de l'AIM depuis sa création. Les cotations de nouvelles sociétés se sont cependant nettement ralenties depuis la crise financière de 2008.

Graphique 5 – Capitaux levés en introductions en Bourse sur l'AIM



Source : AIM

Le rapport de l'OICV présente ce qui a marché et ce qui n'a pas marché dans l'expérience de l'AIM.

Ce qui a marché :

- Un réseau étendu de 950 *Nominated advisors* (Nomad) capables d'aider les entreprises à se faire coter sur l'AIM et de les soutenir dès lors qu'elles sont cotées.

Euronext a également adopté ce modèle en désignant des « listing sponsors » ayant des attributions équivalentes aux Nomad. Mais la ligne de partage ne semble pas clairement définie entre les attributions des listings sponsors et celles de Euronext, la filiale d'Euronext créée pour développer les marchés boursiers propres aux PME.

- Une réglementation suffisamment différente du marché principal :
 - Pas de capitalisation minimum (versus 700 000 £ sur le marché principal) ;
 - Pas de flottant minimum (versus 25% sur le marché principal) ;
 - Un document d'admission remplace le prospectus prévu par la directive prospectus ;
 - La facilité qu'ont les sociétés cotées sur l'AIM à se retirer de la Cote : Les règles de la Bourse de Londres prévoient simplement que la décision doit être prise en Assemblée Générale des actionnaires à une majorité de 75% au moins

et que la société doit en informer la Bourse au moins 20 jours ouvrés avant la date souhaitée pour le retrait. Les radiations sont, certaines années, plus nombreuses que les introductions.

Tableau 4 - Entrées et sortie de la cote de l'AIM

	Introductions	Radiations
2015	61	12
2016	64	16
2017	80	75
2018 (janvier à mars)	12	21

Source : AIM

A l'inverse, selon les règles d'Euronext, la radiation est une décision de l'entreprise de marché. L'émetteur qui souhaite la radiation de ses titres doit en faire la demande et la justifier auprès de l'entreprise de marché. Celle-ci peut refuser si elle considère que la radiation peut « porter préjudice au fonctionnement équitable, ordonné et efficace du marché. » et elle peut subordonner la radiation à toute condition qu'elle juge appropriée. En outre, la réglementation par l'AMF des retraits obligatoires prévoit que l'actionnaire qui a lancé une offre publique de retrait ne se voit transférer, à un prix fixé après l'évaluation d'un expert indépendant, les titres non apportés à l'offre que si ces derniers représentent moins de 5% du capital de la société (article 237-1 du règlement général de l'AMF), contre 10% au Royaume-Uni.

- Plusieurs incitations fiscales en faveur des investisseurs et des entreprises concernées.

Les incitations fiscales en faveur des sociétés inscrites sur l'AIM sont les mêmes que celles qui s'appliquent aux sociétés non cotées.

- Les plus-values réalisées par les entrepreneurs sont imposées au taux réduit de 10%, contre 28% dans le droit commun. Pour être éligible à cet avantage, l'entrepreneur doit détenir au moins 5% du capital et des droits de vote de l'entreprise, et il doit en être un mandataire social ou un salarié ;
- L'impôt sur le revenu des particuliers est réduit de 30% du montant des souscriptions aux augmentations de capital de sociétés inscrites sur l'AIM, dans la limite d'un million de Livres d'investissements par an par le particulier investisseur et de cinq millions de Livres par an de levées de fonds par l'entreprise ;
- Les actions de l'AIM sont totalement exonérées d'impôt sur les successions ;
- La souscription par un particulier à un fonds de capital-risque donne droit à une exonération de l'impôt sur les dividendes versés par le fonds et à une réduction de l'impôt sur le revenu égale à 30% du montant de l'investissement. Les plus-values de cession réalisées par le fonds sont exonérées.
- Une représentation diversifiée de l'économie plutôt qu'une spécialisation sectorielle sur le seul secteur de la technologie ;
- Le positionnement international de la Place de Londres : près d'un cinquième des 3781 sociétés introduites sur l'AIM de 1995 à 2017 sont des sociétés étrangères. L'attrait international du marché faiblit cependant depuis 2015. Alors que le nombre d'introductions de sociétés étrangères avait atteint 124 en 2006, il est descendu à 9 en

2016, 11 en 2017 et une seule sur les trois premiers mois de 2018. Le Brexit ouvre une fenêtre pour un autre marché européen de PME ;

- Le renforcement de la communauté des analystes financiers indépendants en conséquence de l'évolution de la réglementation au Royaume-Uni, qui interdit désormais l'*Unbundling* (l'intégration de la rémunération des analystes *Sell Side* aux frais de transaction) ;
- L'existence d'indices boursiers permettant de benchmarker les fonds investis sur les petites capitalisations ;
- L'activité des market makers qui soutient la liquidité du marché secondaire.

Ce qui n'a pas marché :

- L'AIM est critiqué pour le coût élevé du capital des sociétés qui y sont cotées, en raison des obligations réglementaires et des coûts de transaction ;
- Beaucoup de sociétés ne sont pas couvertes par la recherche des analystes financiers ;
- Les obligations de transparence sont excessivement chronophages pour les dirigeants des plus petites sociétés ;
- La gouvernance des sociétés cotées est souvent insuffisante. Cependant, depuis avril 2018, la Bourse de Londres impose aux sociétés cotées sur l'AIM de se référer à un code de gouvernance. Cette obligation n'existe pas en France mais en pratique 736 sociétés se réfèrent à un code de gouvernance, sur les 1122 sociétés hors SBF120 cotées sur les différents marchés d'Euronext. Dans 398 cas, il s'agit du code de l'association de Place MiddleNext, qui rassemble les petites sociétés cotées en Bourse à Paris.

L'expérience des Etats-Unis

Certaines réglementations de la SEC sont différenciées selon la taille des émissions de titres, le chiffre d'affaires de l'émetteur, le nombre d'actionnaires ou la taille du flottant. Les entreprises n'ont pas d'obligations de reporting auprès de la SEC si :

- Elles ne sont pas cotées sur un marché ayant le statut de *National Exchange* ;
- Ou si elles ont des actifs de moins de 10 millions de dollars et moins de 2.000 investisseurs (ou 500 investisseurs qualifiés) ;

Les PME peuvent bénéficier d'obligations de transparence simplifiées, (régime du *Smaller Reporting Companies – SR*).

Les sociétés qui émettent moins de 5 millions de dollars sur une durée de 12 mois sont exemptées de l'obligation d'enregistrement auprès de la SEC.

Les critères d'admission à la cote du NYSE sont différenciés selon plusieurs critères, tels que le chiffre d'affaire et la capitalisation boursière.

Proposition 6 : Transmettre aux écoliers, collégiens et lycéens la culture du monde économique par des témoignages réguliers et fréquents dans les établissements scolaires.

Le rapport Barrot-Zagury préconise de diminuer la séparation entre l'école et l'entreprise. Il considère qu'une éducation économique et financière doit être dispensée dans les écoles pour que les élèves soient à même de se projeter dans le monde économique, comme futurs épargnants et acteurs au sein de l'entreprise. Le rapport se réfère à l'association *100 000 entrepreneurs* qui initie des témoignages d'entrepreneurs bénévoles au sein des établissements scolaires. Le rapport propose de *transmettre aux écoliers, collégiens et lycéens la culture du monde économique par des témoignages réguliers et fréquents dans les établissements scolaires*. Des conférenciers bénévoles seraient invités à témoigner de leur expérience de l'entreprise dans les écoles.

Il est aussi proposé d'organiser des ateliers de découverte du monde économique dans les établissements scolaires. Les sujets d'étude proposés sont l'épargne, la création d'entreprise et l'entrepreneuriat, le fonctionnement opérationnel d'une entreprise (recrutement, financement, croissance).

Le groupe de l'OCDE *International Network on Financial Education* a formulé plusieurs recommandations pour la mise en place d'une éducation financière dans les écoles¹⁷:

- L'éducation financière devrait être intégrée dans les programmes scolaires, comme composante de la stratégie nationale d'éducation financière ;
- Un organisme de coordination devrait garantir la pertinence et la permanence de ces programmes à long terme. Quel que soit cet organisme, il est nécessaire d'impliquer le ministère de l'éducation nationale dès le début ;
- Faire de l'éducation financière une discipline en soi apparaît préférable, mais les contraintes pesant sur le système éducatif peuvent amener à l'intégrer dans d'autres matières : mathématiques, sciences sociales ou économiques, éducation civique, littérature, histoire ;
- L'éducation financière devrait commencer le plus tôt possible, « idéalement au jardin d'enfants ou à l'école primaire ». Elle devrait continuer tout au long de la scolarité, si possible jusqu'à la fin du secondaire.

¹⁷ OECD INFE guidelines on financial education in schools, June 2012
<http://www.financial-education.org/media/pdf/2012%20Schools%20Guidelines.pdf>

Dans la plupart des pays, la connaissance du monde de l'entreprise n'est pas le principal objet de l'éducation financière à l'école. Mais elle fait explicitement partie des programmes d'éducation financière dans plusieurs pays identifiés par l'OCDE : l'Ecosse, l'Australie, le Japon et l'Afrique du Sud ¹⁸.

Tableau 5 - Dimension included in financial education frameworks

	Knowledge and understanding	Skills and competence/capability	Attitudes and values	Enterprise
Australia	✓	✓	✓	✓
Brazil	✓	✓	✓	
England	✓	✓	✓	
Japan	✓	✓	✓	✓
Malaysia	✓	✓	✓	
Netherlands	✓	✓	✓	✓
New Zealand	✓	✓	✓	
Northern Ireland	✓	✓	✓	
Scotland	✓	✓	✓	✓
South Africa	✓	✓	✓	✓
United States - JumpStart	✓	✓	✓	

Au-delà d'initiatives locales et ponctuelles d'enseignants, la généralisation des témoignages sur la vie de l'entreprise nécessitera de la mise en place d'un cadre de relations formalisées avec les entreprises dont sont issus les conférenciers. Conformément aux recommandations de l'OCDE, des directives nationales seront nécessaires pour s'assurer de la qualité des conférenciers extérieurs et de l'absence de conflit d'intérêt.

Cette initiative pourrait être intégrée dans une démarche active des élèves au sein d'un environnement « réel » : études de cas, enquêtes, jeux, interaction avec les entreprises, comme suggéré par l'OCDE. L'OCDE évoque aussi l'organisation d'événements sur l'éducation financière, tels qu'une « journée de l'épargne » avec la participation de personnalités extérieures.

Des entreprises peuvent ainsi être sollicitées pour fournir des moyens financiers ou humains d'éducation financière dans les écoles. L'OCDE reconnaît l'intérêt de faire appel à des ressources externes au système éducatif, à la condition d'établir des « garde-fous » pour gérer d'éventuels conflits d'intérêt avec les activités commerciales. L'OCDE recommande en particulier d'attribuer des labels de qualité et de certifier la fourniture par des acteurs extérieurs au système d'éducation de matériels, de l'organisation et de la mise en œuvre de formations ou l'intervention de conférenciers dans les classes. La certification devrait être attribuée par une autorité publique ou une organisation indépendante sans but lucratif. En France, la certification pourrait être attribuée par la Banque de France, l'AMF ou par La Finance pour Tous, qui a déjà l'expérience de partenariats avec des banques.

Par ailleurs, l'OCDE recommande que toute intervention directe de volontaires dans des classes soit placée sous l'étroite surveillance des enseignants et /ou plus généralement du système éducatif.

S'agissant plus spécifiquement des institutions financières, l'OCDE recommande que leur engagement en faveur de l'éducation financière dans les écoles soit strictement séparé de leurs activités commerciales et que leur participation éducative soit spécialement contrôlée pour éviter tout conflit d'intérêt. La présence du logo de l'institution financière sur les documents fournis aux élèves, et toute référence à un produit financier, devraient être prohibées.

¹⁸ *Financial Education for Youth and in Schools*, OCDE, 2012.

L'OCDE considère important de fixer :

- Le nombre d'heures par semaine ou par an consacrées à l'éducation financière ;
- Des outils d'évaluation et de surveillance.

On peut tirer plusieurs enseignements de l'expérience internationale d'éducation financière pour mettre en œuvre la recommandation d'organiser des témoignages de conférenciers bénévoles issus du monde de l'entreprise.

Ces témoignages ne sauraient être laissés à l'initiative des écoles sans encadrement ni orientations nationales, dès lors qu'il est souhaité que qu'ils soient réguliers et fréquents.

Cet encadrement apparaît d'autant plus nécessaire en France, où prévaut une traditionnelle méfiance réciproque entre les enseignants, en particulier les professeurs d'économie, et les milieux patronaux. Il importe que soient prises des précautions pour éviter toute suspicion de conflit d'intérêt des entreprises dont seront issus les conférenciers.

- **Les directives nationales devraient être émises par le ministère de l'éducation nationale** pour intégrer ces témoignages dans les programmes scolaires. Des méthodes pédagogiques s'appuyant sur ces témoignages pourraient être préconisées : enquêtes des élèves, jeux etc.
- Pour que ces conférences soient systématisées, il peut être opportun de prévoir **des accords-cadres avec des fédérations professionnelles, des associations d'anciens élèves et de grandes entreprises** capables de mobiliser certains de leurs salariés ou retraités. **La Finance pour Tous serait l'acteur le plus adapté pour signer de tels accords.** La Finance pour Tous a en effet l'expérience de coopération avec des entreprises telles que La Poste et certaines banques. S'agissant des chefs d'entreprise, l'association *100 000 entrepreneurs* pourrait aussi conclure de tels accords-cadres. **Les accords-cadres seraient homologués par une autorité financière** (Banque de France ou AMF) **et par le ministère de l'Education Nationale.**
- La certification et les labels de qualité devraient être confiés à une autorité financière, Banque de France ou AMF. Ces autorités ne sauraient cependant certifier ou labelliser chaque conférencier. Les accords-cadres proposés ci-dessus devraient décrire les modalités de sélection des conférenciers et le contenu de leur prestation, qui seraient labellisés par l'autorité financière. En complément, les succursales de la Banque de France pourraient labelliser les conférenciers de PME locales et, comme le préconise le rapport Barrot-Zagury, des artisans-commerçants, des professions libérales. Les équipes pédagogiques pourraient alors sélectionner librement les conférenciers identifiés dans les accords-cadres.
- Pour mettre en place la certification et les labels de qualité préconisés par l'OCDE, il conviendrait de s'appuyer sur ces accords-cadres.

Proposition 7 : Créer un « PEA jeune » dont les investissements resteraient bloqués jusqu'à la majorité avec possibilité de réemploi dans un PEA

Le rapport Barrot-Zagury a proposé d'étendre la possibilité d'ouverture d'un PEA aux personnes de moins de 18 ans non encore contribuables. L'objectif est d'habituer les Français à la prise de risque dès leur plus jeune âge. La plupart des enfants et adolescents étant rattachés au foyer fiscal de leurs parents, il est possible que des familles aisées choisissent alors d'ouvrir plusieurs PEA afin de pouvoir dépasser le plafond de 150 000 €, comme on l'observe déjà avec les livrets réglementés, en particulier le Livret A. Environ 60 000 détenteurs de PEA sont actuellement au plafond. Le rapport préconise cependant de ne pas utiliser l'acronyme PEA, qui fait référence à un produit peu connu du grand public. Pourquoi alors pas utiliser la « marque » Livret A, qui, elle, est connue de tous ? Cette idée rapprocherait l'offre française de celle en cours au Royaume-Uni sous l'appellation « ISA ».

Au Royaume-Uni, la principale forme d'épargne réglementée est le compte *ISA* (Individual Saving Account) qui peut être investi librement en dépôt bancaire rémunéré ou en actions.

Depuis 2012, les comptes *ISA* ont été déclinés sous formes de comptes spécifiquement destinés aux enfants.

Les parents peuvent ouvrir un compte *Junior ISA* pour tout enfant à charge de moins de 18 ans résidant au Royaume-Uni¹⁹. Les parents ont la responsabilité de la gestion du compte mais celui-ci est la propriété de l'enfant. Celui-ci peut contrôler son compte *ISA* à partir de 16 ans mais il ne peut retirer les sommes investies, qui restent bloquées jusqu'à l'âge de 18 ans. A 16 ou 17 ans, un enfant peut ouvrir lui-même son compte *ISA*, concurremment avec ses parents. À 18 ans, le *Junior ISA* se transforme automatiquement en un *ISA*.

Les banques, *building societies*, *credit union* (banques locales) et les mutuelles peuvent proposer des comptes *Junior ISA* ouverts dans leurs livres.

Il existe deux types de comptes *Junior ISA* :

- Le *Cash Junior ISA* ;
- Le *Stocks and Shares Junior ISA*.

Un enfant peut avoir un compte *ISA* de chaque type ouvert à son nom. L'adulte qui a ouvert les comptes peut à tout moment transformer un *Cash Junior ISA* en un *Stocks and Shares Junior ISA*.

A la différence des dispositifs d'épargne réglementée et PEA français sur lesquels il est possible d'investir jusqu'à un plafond d'encours réglementaire, ce sont les montants investis chaque année par les titulaires des comptes qui sont plafonnés pour les *Junior ISA*, comme pour les *ISA*. Le total cumulé investi chaque année sur les deux types de comptes *Junior ISA* sont limités à 4 128 £. Ce montant est réajusté chaque année. La répartition des investissements entre les deux types de comptes est libre. En revanche, il n'est pas possible d'opérer des transferts entre les comptes *ISA* et les comptes *Junior ISA*.

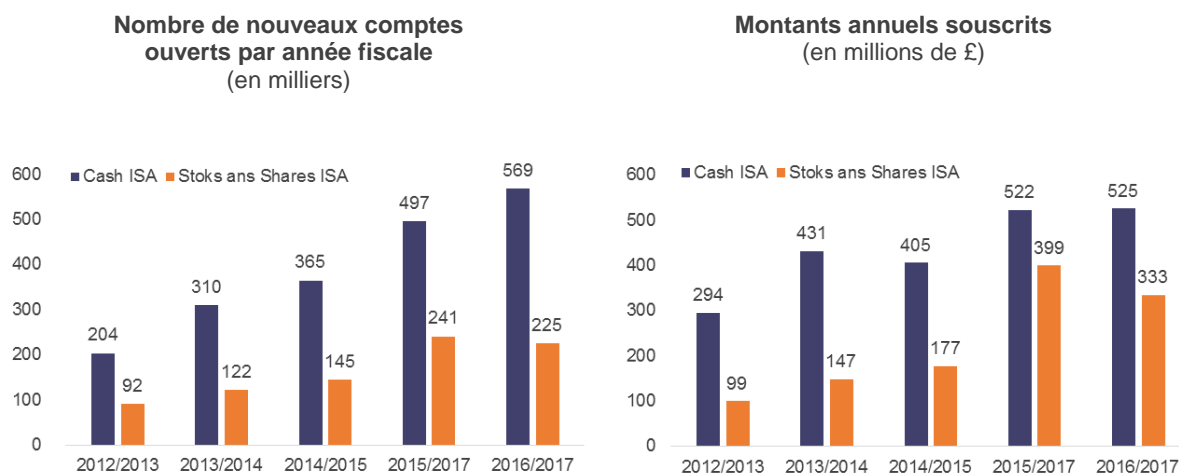
Les revenus financiers (intérêts et dividendes) et les plus-values des deux formes de « *Junior ISA* » sont exonérés d'impôt sur le revenu.

Les *Junior ISA* montent progressivement en puissance. Pendant l'année fiscale 2016-2017 environ 800.000 nouveaux comptes ont été ouverts, dont environ un tiers en *Stock and Shares*

¹⁹ Il est aussi possible d'ouvrir un compte « *Junior ISA* » pour les enfants ne résidant pas au Royaume-Uni à charge de personnels des forces armées et du corps diplomatique. En dehors de ces cas, il reste possible d'alimenter le compte *Junior ISA* d'un enfant ayant déménagé à l'étranger.

Junior ISA et deux-tiers en *Cash Junior ISA*. Les montants investis se sont élevés sur les cinq dernières années à 2,8 milliards €. Compte-tenu de la jeunesse du dispositif, on peut estimer que peu de comptes *Junior ISA* ont été déjà fermés. L'encours accumulé serait donc de 2,8 milliards £, dont 800 millions en *Cash Junior ISA*. Le résultat est donc modeste.

Graphique 6 - Le développement des contrats *Junior ISA* au Royaume-Uni

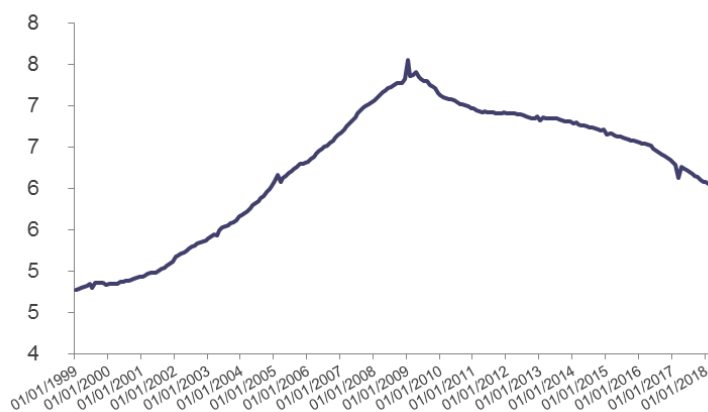


En France, les Livrets Jeune, réservés aux personnes physiques de 12 à 25 ans, n'offrent pas la même liberté de choix. Ils prennent exclusivement la forme d'un dépôt d'épargne en banque, rémunéré au moins au même taux que le Livret A et exempté de tout impôt et charge sociale. Le plafond des dépôts, hors intérêts capitalisés, est de 1600 €, ce qui limite mécaniquement son développement.

L'encours des Livrets Jeunes s'érode continûment depuis 2008. La transformation du Livret Jeune en un dispositif pouvant être investi librement en dépôts porteurs d'un intérêt ou en actions pourrait lui redonner un élan. L'enjeu n'est pas quantitatif. Il est d'ordre pédagogique.

Le produit pourrait ainsi contribuer à l'éducation financière des jeunes détenteurs, en incitant ces derniers à suivre l'actualité économique des entreprises qu'ils auraient en portefeuille. L'arbitrage entre une poche en dépôts bancaires sans risque mais faiblement rémunérés et une poche investie en actions plus performante mais plus risquée aurait aussi une vertu pédagogique, comme les comptes Junior ISA au Royaume-Uni.

Graphique 7 - L'érosion de l'encours du Livret Jeune français (Mds €)



Plutôt que de créer un PEA Jeune, il pourrait être envisagé de **permettre aux mineurs détenteurs d'un Livret A, d'allouer librement leur épargne à un compte dépôt ou à des actions**, sur le modèle des Junior ISA britanniques. Les dépôts liquides pourraient continuer d'être en partie centralisés au Fonds d'Épargne géré par la Caisse des Dépôts. Le plafond global du Livret A Jeune resterait inchangé. Une alternative serait d'ouvrir la **possibilité pour les « Livrets Jeunes » d'être investis en actions** et pas seulement en liquidités.

Conclusion

Le vote de la loi « PACTE » constituera une étape importante pour la France dans sa volonté de réorienter l'épargne des ménages vers le financement de l'économie et de créer un écosystème propice à la croissance économique de long terme.

L'OEE accueille de manière positive les propositions du rapport Barrot-Zagury qui ont inspiré le projet de loi « PACTE » et espère, que les enseignements des autres pays d'Europe apportés dans cette étude pourront éclairer le débat public et aider à la mise en place d'un système d'épargne et de retraite adapté en France.

Comme nous l'avons rappelé en introduction, les propositions du rapport Barrot-Zagury ne s'arrêtent pas au vote de la loi « PACTE ». Des propositions sur l'épargne retraite, pourront être reprises dans le cadre du projet de loi sur la réforme des retraites et les propositions liées à la fiscalité pourront être prises en compte dans le cadre de la loi de finances.

Aussi l'OEE continuera, dans ce cadre, de promouvoir les mécanismes permettant une allocation plus forte de l'épargne des ménages français vers des supports plus rémunérateurs, investis en actions.

Annexe : comparaison des caractéristiques du futur PEEP avec celles de produits français existants

	PEPP	PERP	Contrats Madelin	PERCO	PERE	Contrats à prestations définies (article 39)
Distribution	Banques, assurances, sociétés de gestion, entreprises d'investissement, fonds de pension professionnels.	Banques, compagnies d'assurances, institutions de prévoyance, mutuelles.	Compagnies d'assurance, banques.	Dans le cadre de l'entreprise.	Dans le cadre de l'entreprise.	Dans le cadre de l'entreprise.
Modalités de versement	Définies par les Etats-membres.	Programmés ou libres, sans condition de montant.	Le montant annuel des cotisations doit être compris entre 3.922 € et 72.571 €. Les versements doivent être réguliers (au moins une fois par an).	Les versements des salariés sont facultatifs. Ils peuvent être alimentés par l'intéressement, la participation, le compte épargne-temps. Les versements annuels volontaires sont plafonnés à 25% de la rémunération annuelle brute. L'abondement de l'entreprise ne peut excéder trois fois les versements du salarié ni 6.357€.	Les versements peuvent être entièrement à la charge de l'entreprise ou partagés entre l'entreprise et le salarié. Le salarié peut effectuer des versements complémentaires facultatifs. Le taux de cotisation ou le montant forfaitaire de cotisation est le même pour toutes les catégories de salariés concernés.	Les versements sont entièrement à la charge de l'entreprise. Leur montant et leur périodicité sont déterminés librement par l'entreprise, en fonction de son engagement et de l'horizon de départ en retraite du salarié.

	PEPP	PERP	Contrats Madelin	PERCO	PERE	Contrats à prestations définies (article 39)
Profils de risque	Au plus 5 profils proposés dont un par défaut avec garantie de restitution du capital. Possibilité de changer de profil tous les 5 ans.			Au moins trois supports d'investissement avec des orientations de gestion différentes. Le salarié peut choisir un placement réduisant progressivement les risques financiers (option par défaut).		-
Déblocage		Normalement à l'âge de la retraite.	Normalement à l'âge de la retraite.			-
Transfert/portabilité	Portabilité de l'encours d'un prestataire à un autre, y compris dans un autre pays de l'UE.	L'organisme gestionnaire doit informer le souscripteur des conditions de transfert à un autre établissement.			Peut être transféré sur un autre PERE, un PERP ou un contrat Madelin.	

	PEPP	PERP	Contrats Madelin	PERCO	PERE	Contrats à prestations définies (article 39)
Déblocage anticipé	Possible en cas de situation particulièrement difficile, à définir par les Etats-membres.	Possible en cas de décès du conjoint, d'expiration des droits aux allocations chômage, de surendettement, de cessation d'activité non salariée ou de liquidation judiciaire.	Possible en cas de : - Invalidité ; - Cessation d'activité pour cause de liquidation judiciaire ; - Décès du conjoint ; - Surendettement ; - Expiration des droits à l'allocation chômage ; - Absence de mandat social ou contrat de travail depuis 2 ans au moins.	Possible en cas de : - Décès (au profit du conjoint) ; - Invalidité ; - Surendettement ; - Acquisition de la résidence principale ; - Expiration des droits du salarié à l'assurance chômage.	Possible en cas de : - Décès (au profit du conjoint) ; - Invalidité ; - Surendettement ; - Acquisition de la résidence principale ; - Expiration des droits du salarié à l'assurance chômage.	
Sortie	En capital, en rente viagère ou temporaire, ou combinaison des deux.	Rente viagère ou capital dans la limite de 20%.	Rente viagère.	Sortie en rente, avec possibilité de sortie en capital selon l'entreprise.	Rente viagère.	Rente viagère.

	PEPP	PERP	Contrats Madelin	PERCO	PERE	Contrats à prestations définies (article 39)
Fiscalité des versements	Flexible.	Déductibles du revenu imposable dans la limite de 10% des revenus professionnels dans la limite de 30.893 € ou 3.862 € si ce montant est plus élevé (impôt sur les revenus de 2017).	Déductibles du revenu imposable dans la limite de 10% du revenu imposable et 8 PASS + 15% de ce revenu compris entre 1 et 8 PASS ou 10% du PASS si ce montant est plus élevé.	Abondement de l'entreprise : exonéré de l'impôt sur le revenu dans la limite de 6.357 € Intéressement du salarié versé sur le PERCO : exonéré d'impôt sur le revenu dans la limite de 19.866 € Versements volontaires du salarié : non déductibles du revenu imposable.	Les versements de l'entreprise sont déductibles du résultat imposable. Ils sont exonérés de charges sociales dans la limite d'un plafond individuel mais les entreprises versent un « forfait social » de 20% sur les versements exonérés. Les cotisations obligatoires de l'entreprise et du salarié sont exonérées d'impôt sur le revenu, dans la limite de 8% du revenu annuel brut du salarié, plafonné à 8 fois le plafond annuel de la Sécurité sociale (PASS) ou à 10% de ce plafond si cela est plus avantageux. Les cotisations de l'entreprise sont soumises à la CSG (9,2%) et à la CRDS (0,5%) Les versements volontaires annuels du salarié sont déductibles de l'impôt sur le revenu dans la limite de 10% du revenu annuel brut plafonnée à 8 fois le PASS.	Les cotisations versées par l'entreprise sont entièrement déductibles de son résultat imposable. Les cotisations ne sont soumises ni aux charges patronales ni à la CSG et à la CRDS. L'entreprise choisit irrévocablement de payer des cotisations sociales sur les versements ou sur les rentes. Pour les salariés, les cotisations ne sont soumises ni à l'impôt sur le revenu ni aux cotisations sociales.
Fiscalité des revenus de l'épargne	La Commission recommande le régime fiscal le plus favorable des produits nationaux.			Non réinvestis dans le plan : revenus imposés. Réinvestis : exonérés d'impôt sur le revenu.		

	PEPP	PERP	Contrats Madelin	PERCO	PERE	Contrats à prestations définies (article 39)
Fiscalité des rentes		Rentes : règles applicables aux pensions et retraites Capital : au choix, système du quotient pour revenus exceptionnels ou prélèvement de 7,5%.	Soumises à l'impôt sur le revenu, après abattement de 10%.		Soumises à l'impôt sur le revenu, après abattement de 10%. Soumises aux cotisations sociales à hauteur de 9,2% (CSG, CRDS, Contribution de solidarité pour l'autonomie).	Pour le salarié les rentes sont soumises à l'impôt sur le revenu, après abattement de 10%. Soumises aux cotisations sociales à hauteur de 10,1% (CSG, CRDS, Contribution de solidarité pour l'autonomie, cotisation maladie.) Une contribution sociale progressive est aussi due par le salarié.
Fiscalité de la sortie en capital				Exonéré d'impôt sur le revenu.		