

Commission pour la libération de la croissance française

Avoir une stratégie financière de croissance

Si la libéralisation des marchés financiers a incontestablement accompagné et soutenu la croissance, elle a aussi contribué à renforcer la spéculation, ce qui a augmenté la récurrence des crises financières. Les actionnaires ont pris une importance croissante, qui a conduit le management des entreprises à adopter une gestion axée vers les performances financières à court-terme, au détriment de projets de long-terme. Les normes prudentielles mises en place pour réguler les marchés ont pour certaines renforcé ce court-termisme.

Ces critiques ne doivent pourtant pas conduire à des réactions de rejet stériles, mais appellent des actions coordonnées au niveau européen pour lutter contre les bulles spéculatives. Les marchés financiers, malgré leurs imperfections, sont source de croissance et permettent aux investisseurs de réaliser des gains importants. Le développement de fonds de pension (en complément du régime par répartition) selon des modalités permettant de réduire les risques pour les salariés en cas de faillite de l'entreprise, pourrait permettre de réorienter l'épargne des Français pour les faire bénéficier de ces gains.

I. Les effets nocifs de la spéculation sur l'économie réelle doivent conduire à des initiatives coordonnées au niveau européen

1. La spéculation, accentuée par la libéralisation des marchés, l'innovation financière et la désinflation, fait peser des risques sur l'économie réelle...

a) *La spéculation prend une importance croissante...*

La spéculation est inhérente au fonctionnement des marchés financiers mais elle est accentuée par la libéralisation et l'innovation financière.

Avec cette libéralisation des marchés financiers, le capitalisme managérial fondé sur l'endettement plutôt que sur le recours au marché s'est effacé tandis que l'influence des actionnaires augmentait. Cette influence croissante contribue à accroître les phénomènes spéculatifs, l'enjeu pour l'actionnaire étant plus d'identifier les entreprises faisant consensus auprès des autres actionnaires plutôt que les bonnes entreprises. La désintermédiation a par ailleurs favorisé l'émergence de nouveaux acteurs comme les fonds de pension, les fonds de « private equity » et les « hedge funds ». En faisant un usage massif de l'effet de levier, ces derniers tendent à favoriser l'instabilité financière et la spéculation et créent un risque systémique, même si leurs logiques d'action et leur contribution à l'économie réelle diffèrent.

Les innovations financières, si elles ont permis une meilleure gestion du risque, indispensable dans un système financier intermédié (Brender 2006) ont étendu l'ampleur et le champ de la spéculation. On estime ainsi que seuls 7% des produits dérivés font l'objet de contrats transparents sur les risques encourus, 93% restant dans le flou d'un marché de gré à gré peu régulé (Chavagneux 2007). L'exemple des *Credit default swaps* (voir encadré en annexe) est à cet égard révélateur. Enfin, le recul de l'inflation dans la

période récente, du notamment à la pression sur les prix et les salaires qu'induit l'augmentation des exportations asiatiques, a réduit l'aversion pour le risque et donc contribué à renforcer la spéculation (Aglietta 2007).

b) *...et fait peser des risques majeurs sur l'économie réelle*

Sur ce marché en voie d'intégration rapide, des « bulles rationnelles » peuvent se former, qui ne reposent pas sur une information erronée mais sur des phénomènes dits de « cavalerie » où les agents vont dans le même sens, auto-entretenant ainsi la bulle. Si ces cycles de « Boom-Bubble-Burst » (Stiglitz, 2005) sont inhérents à la finance, la crise est inévitable à terme, le prix des actifs retrouvant nécessairement ses fondamentaux.

La spéculation peut être source de crises financières graves qui affectent l'économie réelle par le biais du crédit. La perte de confiance et de visibilité entraîne une hausse des taux sur le marché interbancaire : les banques commerciales sont alors réticentes à se prêter des liquidités à court-terme, poussant ainsi automatiquement les taux d'intérêts à la hausse. Les entreprises comme les ménages ont ainsi plus de mal à s'endetter, ralentissant l'activité économique. Plus la crise est grave, plus les risques de faillite pour les entreprises (en particulier les banques et les PME) et les ménages (en particulier les ménages endettés) augmentent.

La spéculation favorise aussi l'effet de richesse à la hausse comme à la baisse, ce qui tend à avoir une influence pro-cyclique sur la croissance économique. Le brusque retournement des marchés immobiliers et financiers grève sensiblement le pouvoir d'achat des ménages et donc la croissance.

La France est en partie protégée des conséquences négatives de la spéculation, notamment grâce à un faible endettement des ménages à taux variable et au fait que peu de Français possèdent des portefeuilles d'actions. Néanmoins, la spéculation peut entraîner des récessions au niveau mondial, donc en France.

Un des traits marquants des crises financières récentes est leur impact fortement récessionniste : en 1993, la croissance en Espagne a ainsi été de -3%, de -1,5% en Italie. En 1998, elle était de -8% en Corée. La récurrence de ces crises est aussi de plus en plus rapide depuis une vingtaine d'années.

2. ...Justifiant une régulation de la spéculation, notamment au niveau européen

a) *Revoir la gestion de la politique monétaire*

Il faudrait limiter la spéculation en réduisant les déséquilibres financiers mondiaux qui les favorisent. Aglietta (2007) propose de s'orienter vers un nouveau système monétaire. Selon lui, les banques centrales devraient réagir plus tôt, lorsque les prix des actifs deviennent manifestement irrationnels. Les banques centrales s'estiment incapables d'évaluer le juste prix des actifs, qu'elles ne prennent pas en compte dans leur mesure de l'inflation. Selon Michel Aglietta, il est pourtant possible, pour les principaux marchés qui ont des données historiques longues, de calculer de façon assez fiable des valeurs fondamentales de long terme et de supputer quand les marchés sortent de l'épure.

b) *Réguler et rendre plus transparents le système financier, et notamment les hedge funds*

L'Allemagne et l'Italie ont récemment lancé des initiatives, soutenus par la France pour tenter de superviser les activités financières au niveau européen et de limiter les effets négatifs de la spéculation en encadrant mieux certaines pratiques. L'initiative allemande vise notamment à instaurer un code de conduite pour les hedges funds et à encourager la transparence des agences de notation. Angela Merkel et Nicolas Sarkozy ont rédigé une déclaration commune rappelant que « *la stabilité de marchés financiers de plus en plus globalisés était vitale pour nos économies* » et que « *la transparence des marchés financiers, leur réglementation et leur supervision constituent des éléments essentiels si nous voulons éviter des corrections excessives* ». L'opposition de la Grande-Bretagne à ce genre d'initiatives compromet cependant leur mise en œuvre effective.

La France pourrait aussi œuvrer en faveur d'une plus grande transparence des hedges funds au niveau mondial. Ceux-ci travaillent en effet actuellement dans l'opacité la plus complète : 80% d'entre eux sont ainsi enregistrés aux îles Caïmans. La pression sur les paradis fiscaux devrait être renforcée (Stiglitz 2007), ce qui n'est réalisable que par un consensus au niveau mondial.

II. Sous leur forme actuelle, les normes prudentielles contribuent à aggraver les crises financières en amplifiant la volatilité des cycles

1. La comptabilisation à la « fair value » privilégie une logique de court-terme et peut devenir une source systémique de fragilité financière

La pierre angulaire du référentiel de l'IASB est la notion de « *fair value* », c'est-à-dire l'évaluation des comptes des entreprises selon les prix du marché (*mark-to-market*).

La fair value revient à considérer l'entreprise comme un actif financier dont il s'agit de maximiser la valeur (création de valeur actionnariale) et non comme une institution économique qui permet la création de richesses grâce et pour les parties prenantes de l'entreprise (actionnaires, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, Etat...). Les normes IRFS privilégient une présentation des comptes de l'entreprise par fonction tandis que les normes françaises classaient les dépenses par nature, ce qui permettait de calculer la valeur ajoutée produite par l'entreprise et sa répartition entre les différentes parties prenantes. Ce système permettait de faire un lien avec la comptabilité nationale, le PIB étant la somme des valeurs ajoutées des agents individuels d'une nation. La nouvelle représentation comptable occulte au contraire la répartition salaires-profits, et ne permet pas un passage direct entre la comptabilité d'entreprise et la comptabilité nationale, ce qui était pourtant un instrument essentiel des politiques publiques.

La comptabilisation à la « *fair value* » est adaptée à une gestion de court-terme. Elle lie les fluctuations du résultat de l'entreprise à des changements de valeurs des instruments financiers (eux-mêmes fonction de considérations tout à fait extérieures à l'entreprise comme les taux d'intérêt) plutôt qu'à la réalité opérationnelle de l'entreprise. La « *fair value* » ignore complètement la dimension intertemporelle de l'activité de l'entreprise mais fournit une valeur instantanée qui est une valeur à la casse (*exit price*). Ce cadre conceptuel privilégie l'approche des « investisseurs », qui souhaitent pouvoir apprécier à tout moment le prix auquel une entreprise peut être achetée ou liquidée mais n'est pas adapté à une gestion tournée vers des perspectives de long terme. Les managers sont ainsi incités à donner un poids prépondérant aux résultats financiers à court terme dans le pilotage des entreprises. Le biais court-termiste et financier de la gestion des entreprises est inéluctable.

La « *fair value* » augmente ainsi la volatilité des comptes des entreprises, ce qui les incite à réagir avec plus de flexibilité à des chocs financiers en jouant sur les paramètres dont le

management a la maîtrise, c'est à dire principalement l'emploi et l'investissement. Le principe de *fair value* peut donc exercer des effets pro-cycliques sur l'économie. Les établissements bancaires utilisant ces normes ont plus de difficultés que par le passé à suivre une logique de long terme pour leur portefeuille d'investissement et sont donc incités à vendre massivement leurs actifs quand les difficultés apparaissent, aggravant ainsi les crises. Les normes IFRS sont donc une source systémique de fragilité financière (Boyer 2007). Cet effet est encore aggravé pour les établissements publiant leurs comptes de façon trimestrielle, ce que les directives européennes et la réglementation AMF ont rendu obligatoire.

2. Les nouvelles normes prudentielles (Bâle II et Solvabilité 2) contribuent aussi à pénaliser l'investissement de long terme

Les normes prudentielles Bâle II (pour les banques) et Solvabilité 2 (pour les assurances) suivent une logique similaire à celle des normes IFRS, ce qui pénalise l'investissement de long terme.

➤ Bâle II

Le ratio Bâle II¹ remodèle la structure de l'offre de crédit en fonction du profil de risque du client. Cette évolution favorise le crédit hypothécaire (avec une baisse du coefficient de pondération de 50% à 35% ce qui correspond à une diminution de 30% des exigences) et le crédit à la consommation. En revanche, le crédit aux pays en développement n'est pas favorisé.

Par ailleurs, les investissements des banques en actions, pondérés à 100% pour le calcul des fonds propres réglementaires dans le ratio Cook, seront pondérés en Bâle II à 290% pour les actions cotées et à 370% pour les actions non cotées. Le ratio Bâle II étant très prescriptif, il peut être une incitation pour les banques à intermédiaire plus qu'à conserver les risques, au profit des fonds de pension..

En ce qui concerne le crédit aux PME et le capital investissement, le ratio Bâle II a évolué depuis sa conception dans un sens plus favorable au financement des petites entreprises. Pour favoriser le financement des PME par le biais du capital investissement, l'approche française a apporté quelques assouplissements à Bâle II : la pondération est de 190% pour le capital investissement détenu dans des portefeuilles suffisamment diversifiés, ce qui est très inférieur à ce qui est exigé pour les actions non cotées. Pour les prêts accordés aux entreprises, les nouvelles règles sont globalement plus favorables que celles qui préexistaient : dans le cadre de l'approche standard, on passe d'une pondération de 100 % pour tous les crédits accordés aux entreprises à une pondération de 75 % pour les crédits accordés aux PME relevant de la banque de détail². Les engagements des autres PME seront pondérés en fonction de l'évaluation externe de l'entreprise, avec des exigences de fonds propres très variables suivant le niveau de risque.

¹ Le nouvel accord de Bâle sur l'adéquation des fonds propres, intégré dans le droit européen par les deux directives dites « CRD » ou Capital Requirement Directives, s'appliquera à l'ensemble des établissements de crédit et des entreprises d'investissement à partir du 1er janvier 2008, après une période transitoire courant jusqu'en décembre 2007 pour faciliter le passage du dispositif actuel (ratio Cooke) au nouveau dispositif.

² Le portefeuille PME correspond aux créances sur les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions d'euros. Il est ensuite affecté soit au portefeuille relevant de la banque de détail (PME-retail), soit au portefeuille de crédit aux entreprises (PME-corporate) selon notamment que le montant du crédit alloué est inférieur ou supérieur à 1 million d'euros.

Par ailleurs, le nouveau ratio a un caractère procyclique. En période de récession, la baisse des profits bancaires et la montée des risques entraînent une dégradation du ratio de capital des banques. Pour satisfaire aux exigences de Bâle, les banques sont alors amenées à réduire l'offre de crédit (phénomène de *credit crunch*), ce qui accentue la récession économique. Bâle II se fonde sur des ratings internes ou externes, qui dépendent du cycle économique, ce qui donne plus d'amplitude aux variations des coefficients des risques estimés. Ainsi, l'exigence de fonds propres sera, toutes choses égales par ailleurs, cinq fois moindre (pondération à 20 %) pour un crédit consenti à une entreprise notée AAA que pour un crédit à une entreprise notée BBB (pondération à 100 %).

Cependant, ces affirmations doivent être nuancées par la réalité des pratiques bancaires. Les banques françaises notent déjà leurs clients depuis de nombreuses années. Les établissements ont anticipé les exigences de Bâle II, avec des réserves en fonds propres supérieures aux exigences réglementaires car les banques ne peuvent conserver un niveau de rating convenable avec un ratio de capital trop juste. Enfin, il n'y a pas de lien mécanique entre le montant des fonds propres à constituer et le taux d'intérêt pratiqué, qui dépend de l'état du marché, de la concurrence bancaire et n'est qu'un paramètre indirect.

Toutefois, Bâle II reste plus favorable à certains établissements (comme les banques anglo-saxonnes, très engagées dans les opérations de détail). Les conséquences de Bâle II sont donc surtout indirectes, à travers les pratiques des marchés et, en particulier, le comportement des agences de rating dont le rôle est renforcé.

➤ Solvabilité 2

Actuellement, les placements des organismes d'assurances sont soumis à des limitations par catégories (ex : les actions ne doivent pas dépasser 65% de la « base de dispersion »³) et par dispersion (ex : pas plus de 5% de la base de dispersion émis par un même émetteur). En pratique, les règles de limitation par catégorie ne sont jamais saturées.

Avec Solvabilité 2, qui sera finalisé en 2009 et appliqué en 2012, l'actif net des entreprises devra être supérieur à une exigence de capital, le SCR (solvency capital requirements). Le SCR vise à mesurer l'ensemble des risques pesant sur l'entreprise : il s'agirait, étant donné le profil de risque de la société, de détenir un capital suffisant pour que sa probabilité de faillite à 1 an ne dépasse pas 0,5%. Cette exigence de capital est déterminée par une somme de différentes composantes représentant chacune un risque.

Solvabilité 2 repose sur une probabilité de faillite à un an. Les actions étant particulièrement volatiles, notamment par rapport aux obligations, l'investissement en action impliquera d'immobiliser plus de capital et sera donc plus coûteux pour les assureurs. Aussi il est vraisemblable que, par rapport à la situation actuelle, certains assureurs réduisent leur exposition aux actions. Ici aussi, le ratio repose sur des perspectives de court terme et risque de réorienter les placements au détriment des actions.

3. Les normes prudentielles sont pourtant indispensables au bon fonctionnement de l'économie, ce qui rend leur amélioration primordiale

³ c'est à dire *grosso modo* des engagements de l'assureur à l'égard des assurés (provisions techniques) et des dettes privilégiées

Les nouvelles normes favorisent la désintermédiation, le désengagement des financements longs à taux fixe et l'arbitrage en faveur du court terme. On risque donc de s'orienter vers un modèle économique américain, caractérisé par un niveau très élevé de l'endettement des ménages et un financement majoritairement de marché pour les entreprises. Ces craintes sont confirmées par le développement des crédits aux ménages jusqu'à cet été, le ralentissement de l'encours des crédits aux sociétés dans de nombreux pays et la réduction des financements aux pays en développement depuis la crise financière de 1997.

Malgré cela, les risques que les crises financières font peser sur l'économie mettent en lumière l'extrême importance du cadre de réglementation et de supervision, notamment des fonds propres des banques (superviseurs bancaires internationaux et nationaux, agences de notation et normes comptables). Les normes prudentielles peuvent permettre de limiter, dans l'intérêt général, la capacité de prise de risque des banques mais aussi de renforcer la confiance mutuelle entre les acteurs présents sur le marché. Elles doivent donc être améliorées pour remplir pleinement ce rôle.

a) Réformer le processus d'élaboration des normes prudentielles

Le processus d'élaboration des normes prudentielle est aujourd'hui le fait d'instances exclusivement techniques sans véritable contrôle démocratique, alors même que les enjeux de leurs travaux sont majeurs pour la croissance.

Créé dans les années 1970 par des organisations professionnelles anglo-saxonnes, l'IASB est une structure de droit privé, filiale d'une fondation américaine. Cette organisation a prouvé son efficacité et a su apporter des solutions techniques à l'Union européenne, incapable de définir seule sa doctrine comptable. La nature même de l'IASB et son fonctionnement ignorent ainsi tout contrôle politique et social mais privilégient les intérêts des actionnaires et des investisseurs. Les méthodes de travail de l'IASB ont été critiquées pour leur manque de transparence. Malgré des programmes de travail publics, des appels à commentaires nombreux et des auditions fréquentes, la concertation n'était pas jugée sincère et était très peu suivie de résultats.

Les pouvoirs publics devraient donc suivre attentivement les travaux sur les normes prudentielles, et notamment les étapes à venir du processus Bâle II. Celles-ci pourraient se traduire par de nouvelles exigences en capital pour les banques, restreignant encore leur capacité de financement de l'économie. Les négociations autour du pilier 2 sont particulièrement importantes.

L'action sur le système financier doit pouvoir être adaptée en temps de crise et permettre d'écarter les normes non pertinentes dans ces circonstances particulières. Quand la croissance de l'économie est en jeu, l'exigence d'un rôle accru du gouvernement face aux instances de régulation est renforcée.

b) La qualité de la régulation est primordiale pour limiter les effets négatifs des nouvelles normes prudentielles

La lisibilité des positions de l'autorité de régulation doit aussi être renforcée pour créer un environnement favorable aux investisseurs et accroître l'attractivité de la France. Le développement du rescrit permettrait d'atteindre cet objectif. La stabilité des prises de positions de l'AMF est aussi un facteur déterminant pour l'attractivité de la place de Paris.

La régulation bancaire pourrait quant à elle être moins sévère, pour ne pas renforcer les effets potentiellement négatifs du ratio Bâle II. Le régulateur britannique autorise par

exemple les établissements à utiliser des indicateurs alternatifs moins lourds pour calculer leurs exigences en fonds propres au titre du risque opérationnel.

Enfin, en ce qui concerne Solvabilité 2, le régulateur peut permettre d'éviter une réorientation de la politique de placement des assureurs au détriment des actions : le chargement actuel pourrait être maintenu en régime standard, avec possibilité de demander une dérogation (chargement actions inférieur) au superviseur que celui-ci pourrait accorder sur la base d'un rapport de l'entreprise établissant que l'horizon de détention des titres est tel qu'il est pertinent de considérer une volatilité non pas à un an, mais à plus long terme.⁴

c) Les normes prudentielles faisant peser des contraintes fortes sur les PME, des mesures en leur faveur doivent être prises

👉 Simplifier la comptabilité des PME

Même si les normes IFRS ne sont pas applicables aux PME, les règles comptables qu'elles doivent respecter sont très lourdes et ne sont pas utiles à toutes les entreprises. On pourrait donc envisager de s'orienter vers une comptabilité de trésorerie pour toutes les PME. Cette mesure éviterait aux PME qui ne font pas appel à des capitaux extérieurs de réduire leur charge administrative. Les PME souhaitant emprunter devraient répondre comme à l'heure actuelle aux demandes d'information des investisseurs.

III. Développer des fonds à la française pour favoriser une épargne longue investie en actions et accroître l'attractivité de la place de Paris

1. L'investissement en actions est aujourd'hui insuffisant en France

La France est le pays développé le plus ouvert du monde en terme d'investissements directs (40% du PIB). Un salarié sur sept travaille pour une entreprise industrielle contrôlée par l'étranger, ce qui est un record au sein des pays développés. La France a abandonné la politique colbertiste, les entreprises publiques ont été privatisées (et sur les 100Md€ de produit de ces privatisation, les deux tiers sont allés à des fonds anglo-américain) et 44% de la capitalisation du CAC 40 est contrôlée par l'étranger. Si la France a donc clairement opté en faveur de la mondialisation, ce choix n'est pas clairement assumé. L'opinion reste réticente et la « geste de l'Etat interventionniste continue à être célébrée »⁵.

Pourtant, les études américaines, suédoises ou britanniques⁶ montrent que la prise de contrôle par une entreprise étrangère se traduit très souvent par une augmentation importante de la productivité de l'entreprise. Ces gains sont pour partie reversés aux salariés et ne sont pas (en moyenne) obtenus par des réductions d'effectifs. La prise de contrôle facilite l'expansion de l'entreprise en apportant des capitaux et du savoir-faire. Les actionnaires de l'entreprise cible sont quant à eux très largement gagnants, puisqu'ils encaissent la majeure partie de la survalueur générée par l'acquisition.

⁴En pratique, sur un cas comme celui-là, la dérogation deviendrait de facto automatique (comme c'est le cas actuellement pour l'admission des plus-values latentes dans les éléments constitutifs de la marge de solvabilité), mais permettrait au superviseur de mener une action rapide et efficace en conservant un levier d'action dans le cas ponctuel d'une entreprise à la situation financière dégradée.

⁵ Elie Cohen, in Problèmes économiques, juillet 2006

⁶ Quel patriotisme économique au XXIème siècle ? Rapport de l'institut Montaigne

Les entreprises françaises, comme d'ailleurs celles des autres pays de l'UE, deviennent de plus en plus européennes. En France, le biais domestique⁷ se situe dans la moyenne européenne et a diminué entre 1997 et 2005 de 11,5 points, tendance observable au Royaume-Uni ou en Allemagne⁸. Ainsi, la part de la zone géographique où se situe leur siège social est passée de 50,2% des ventes en 1997, à moins de 37% en 2005.

Cette évolution complexifie les politiques qui viseraient à protéger les entreprises nationales. Toute aide ou protection que l'Etat offre à une entreprise bénéficie à ses clients, à ses employés et/ou à ses actionnaires. Cependant, la part moyenne des clients et des employés français dans le revenu des entreprises nationales diminue sous l'effet de cette « européanisation ». Ainsi, les aides que l'Etat accorde aux entreprises nationales, en réalité déjà européennes, profitent de plus en plus aux actionnaires, en majorité étrangers. Des réformes structurelles visant à améliorer la compétitivité du territoire sont dans ce contexte plus efficaces que ces politiques d'aides.

Les actionnaires étant les bénéficiaires des stratégies d'internationalisation des entreprises, l'investissement en actions doit donc être favorisé. Or, le taux d'épargne est très fort en France mais la part de la richesse investie en actions est très inférieure à ce qu'on observe dans les pays anglo-saxons⁹. Elle se situe dans la moyenne européenne, alors même que le marché d'action français est le plus développé d'Europe continentale.

Le secteur de la gestion collective devient, en France comme dans les pays anglo-saxons, le vecteur principal de l'épargne. Mais les fonds de placement, en France, achètent beaucoup moins d'actions que leurs homologues aux États-Unis ou au Royaume-Uni. La tradition française encourage l'épargne de court terme à rendement faible mais sûr (plan d'épargne logement, le CODEVI, livret A), ce qui attire des sommes colossales vers le financement de la dette de l'Etat et des entreprises au détriment des actions. En outre, le système de retraite par répartition empêche la diffusion de titres à un large public. La détention d'action reste donc le privilège des ménages aisés alors qu'elle est totalement démocratisée au Royaume-Uni ou aux États-Unis. La réglementation renforce cette tendance, en favorisant le financement de la dette plutôt que l'investissement en actions.

La répugnance à l'investissement en action s'explique aussi par une préoccupation rationnelle de maîtrise du risque (Landier et Thesmar 2006) : l'actif principal de beaucoup de Français, constitué par leurs droits à retraite, est perçu comme très incertain à long terme. Pour compenser ce risque, le reste de l'épargne des Français est donc placé à risque faible, ce qui disqualifie les actions.

Cette situation explique l'aversion des Français pour les marchés financiers, qui sont l'apanage des étrangers ou des ménages riches et qui leur imposent des changements dont ils ne veulent pas.

2. Le développement de fonds de pension à la française permettrait de résoudre ces difficultés

Pour réconcilier les Français avec l'ouverture de l'économie et renforcer l'attractivité de la place de Paris, le développement de fonds de pension serait une solution envisageable. Le besoin de prestations complémentaires additionnelles ira croissant compte tenu des évolutions démographiques, ce qui pourra faciliter le développement de tels fonds.

⁷ Part du pays où se trouve le siège social dans le CA total

⁸ Voir Nicolas Véron, Farewell national champions, juin 2006

⁹ Voir Augustin Landier et David Thesmar, notamment in « Quel patriotisme économique au XXIème siècle, Problèmes économiques no 2 903

Le PERP et le Perco¹⁰ sont les instruments actuels de mise en place de « fonds de pension », soit une épargne longue en actions mais leur développement est encore timide. Dans les deux cas, les actions ne constituent, au choix du salarié, qu'une partie de l'investissement.

Malgré un démarrage rapide, le PERP stagne autour de 2 millions de bénéficiaires. 1,3 millions de salariés disposent d'un Perco, dont 250 000 ont déjà effectué des versements, avec un encours moyen de 4000€. Ces mécanismes ne sont donc encore pas à la hauteur des enjeux, alors même qu'ils sont un véhicule potentiellement adapté au contexte français, en empêchant notamment la concentration sur les titres de l'entreprise ce qui devrait permettre d'éviter l'écueil américain de perte à la fois d'emploi et de complément retraite en cas de faillite de l'entreprise.

Pour constituer de véritables fonds de pension à la française, quelques voies de réforme des mécanismes existants sont donc envisageables :

- **Etendre les dispositifs d'épargne salariale dans les PME** en abaissant le seuil rendant la participation obligatoire, par exemple à 20 salariés. Il pourrait aussi être envisagé de faire bénéficier les PME de moins de 50 salariés qui s'équiperont d'un accord de participation d'un taux d'IS réduit ou de donner aux dirigeants et mandataires sociaux de toutes les PME (et pas seulement de celles de moins de 100 salariés) la possibilité de bénéficier du Perco.
- **Permettre que les règlements négociés des Perco puissent prévoir sous certaines conditions¹¹ une formule d'adhésion collective automatique avec une clause d'opting-out.** Selon des études américaines, un tel système permet de faire passer le taux d'adhésion des salariés de 40 à 80%.
- **Créer un crédit d'impôt (de 250 ou 300 euros par an) pour les sommes investies par les moins de 45 ans dans un PERCO** afin d'inciter les jeunes générations à participer à ces mécanismes. Une telle mesure avait permis le développement de l'assurance-vie. Cette mesure coûterait 187,5M€ si 5% des salariés en bénéficiait, 562,5M€ pour 15% des salariés.
- **Prévoir dans la libéralisation de la commercialisation des livrets A la création d'un livret A',** avec les mêmes caractéristiques fiscales que le livret actuel mais avec une vocation épargne retraite. Il pourrait bénéficier aux salariés ne disposant pas d'un Perco, aux travailleurs indépendants et aux agents des trois fonctions publiques. L'investissement se ferait en OPCVM ou en titres vifs sous mandat.

3. La mise en place de fonds souverains pourrait aussi apporter une réponse à cette situation, sous réserve de certaines conditions

Les fonds souverains connaissent un développement massif ces dernières années et commencent à devenir des acteurs de premier rang sur la scène internationale et peuvent permettre d'augmenter l'investissement national en actions. On en compte aujourd'hui plus de 40, les plus importants étant l'Abu Dhabi Investment Authority, avec 875Md\$ et le Government of Singapore Investment Corporation, avec 330Md\$. Au total, on estime que les fonds souverains détiennent aujourd'hui 2 200 milliards de dollars, soit plus que la capitalisation globale des « hedge funds ».

¹⁰ Voir description de leur fonctionnement en annexe

¹¹ Par exemple un taux d'abondement de 100% par l'entreprise, la possibilité d'un prélèvement sur salaire pour simplifier les démarches et le droit pour le salarié de renoncer à tout moment à ces prélèvements.

L'importance des capitaux pouvant être très rapidement investis et déplacés par ces acteurs peut constituer une menace mais en fait aussi des acteurs de premier plan en cas de crise.

De tels fonds pourraient être développés et aidés en France sur le mode de ce qu'a pu faire la Norvège, c'est-à-dire en imposant aux fonds des normes éthiques et environnementales. Le fonds norvégien prend aussi des positions diversifiées, en achetant des actions dans diverses entreprises et travaille dans la transparence, ce qui est primordial pour éviter d'éventuelles dérives.

La France ne compte qu'un fonds souverain, le Fonds de réserve pour les retraites, dont les réserves s'élèvent seulement à 31,1Md€. Le fonds de pension norvégien, qui gère la ressource pétrolière du pays, pèse déjà 300Md€. Il est le deuxième fonds actionnaire de l'indice CAC 40 et le premier étranger. La Caisse des dépôts gère aussi quant à elle une forme de souverain.

Aussi, afin de développer ce type d'acteur en France, il est proposé d'affecter de manière systématique les recettes de privatisations, de ventes immobilières, etc. au fonds de réserve des retraites afin de permettre à celui-ci de se développer de manière accrue. Cette mesure est d'autant plus structurante qu'elle interdirait d'affecter ces ressources à la diminution du déficit ou de la dette et plus encore au financement du fonctionnement.

4. Rassembler les fonds actuels dans une structure unique de rehaussement pour accompagner la croissance des PME
 - a) *Le capital investissement n'est pas assez développé, ni assez orienté vers les PME*

L'investissement français dans les fonds de capital investissement se situe dans la moyenne européenne mais très loin du Royaume-Uni ou des Etats-Unis. L'investissement dans le non coté est faible en France, notamment du fait des investisseurs institutionnels, qui ne réalisent que 1,2% de leurs investissements dans le non coté contre 7,5% aux Etats-Unis. L'épargne en France n'est pas suffisamment drainée vers le capital investissement : celui-ci ne représentait en 2006 que 0,35% du PIB contre 0,8% au Royaume-Uni et 1,3% aux Etats-Unis.

Le marché français est notamment limité par l'absence de fonds de pension : ceux-ci représentaient 42% de la levée de fonds du capital-investissement en 2003 aux Etats-Unis contre 8% en France.

Par ailleurs, les montants dévolus à l'amorçage et au développement des entreprises sont de relativement faible ampleur tandis que les opérations de capital transmission se renforcent et deviennent, en valeur, très largement prépondérantes en France. Le capital transmission a représenté en 2006 près de 80% du montant total des investissements dans le capital investissement. Si cette évolution est commune à l'ensemble des pays industrialisés, elle est plus prononcée en France qu'aux Etats-Unis.

La place importante des opérations de capital transmission s'accompagne d'une concentration des transactions vers des opérations de plus grande envergure. En 2006, les entreprises effectuant un chiffre d'affaires de 200 millions d'euros ou plus représentaient 6 % du nombre des entreprises ciblées par le capital investissement en France et ont capté

plus de 50 % du montant total des investissements effectués par les investisseurs en capital. Le capital investissement s'éloigne ainsi de sa vocation première, consistant à faire émerger les entreprises de demain.

De plus, le capital développement se restreint au profit du LBO : il représentait 53% du nombre total d'opération en 1992 contre 11% seulement en 2006. Ainsi, les financements disponibles pour les petites entreprises recherchant moins de 10m€ ont diminué. Entre 15 000 et 17 000 PME française recherchent chaque année entre 1 et 10m€ pour financer leur croissance par un renforcement de leurs fonds propres. En 2004, moins de 600 d'entre elles ont pu se procurer ces fonds¹².

b) *L'investissement dans les fonds propres des PME a des effets majeurs sur la croissance et l'emploi*

L'investissement dans les PME contribue fortement à créer de la croissance et de l'emploi : 36.000 dollars investis dans le capital-risque représenteraient un emploi direct créé et deux emplois indirects selon une étude du cabinet de conseil DREI-WEFA. En 2000, 11 % du PNB américain, et 1 emploi sur 9, étaient générés par une entreprise ayant bénéficié du capital-investissement¹³.

Le développement aux Etats-Unis grâce au capital investissement de sociétés comme Microsoft ou AOL illustre l'importance du financement des PME de croissance. La Commission européenne estime ainsi que « les PME innovantes de croissance sont un des moteurs principaux de croissance et de création d'emplois en Europe¹⁴. »

L'essor du capital risque en France permettrait de créer plus de 500 000 emplois en cinq ans et de faire passer les PME exportatrices de 4 à 8%, ce qui permettrait de gagner au moins un point de croissance selon France Investissement. L'épargne française serait dynamisée par ce changement d'orientation.

c) *Les structures actuelles de financement des PME doivent être rationalisées pour favoriser ces investissements*

Les PME ont des besoins de financement spécifiques, à la fois en termes de profils de risque et d'expertise, qui font que les banques ne les considèrent pas adaptés à leur profil de financement. Les nouvelles contraintes du dispositif Bâle II risquent d'ailleurs de complexifier encore le financement en fonds propres des PME. Celles-ci ont donc besoin de financements en fonds propres de la part d'acteurs spécialisés. Pour aider les PME à investir, la France a mis en place de nombreux mécanismes comme Oséo ou France investissement.

Oséo accorde des financements ou des garanties d'un montant élevé (4,79Md€ en 2006). Cependant le processus de sélection des entreprises est critiquable et l'efficacité du mécanisme n'est pas évaluée.

¹² Source: rapport Bannock établie en 2001 à l'initiative de la commission européenne

¹³ Three decades of Venture Capital Investment yields 7.6 million jobs and \$1.3 Trillion in Revenue, Press Release, *National Venture Capital Association*, 22 Octobre 2001. http://www.nvca.org/nvca10_22_01.html

¹⁴ Voir à cet égard LBO et développement de l'entreprise en France, *AFIC/LEK/Constantin*, 32 pages, 2004. La croissance annuelle des effectifs constatée après la mise en place d'un LBO est de 8,7% contre environ 3% de croissance pour l'ensemble de l'économie française.

France Investissement, lancé en novembre 2006, vise à créer une place de marché non cotée du financement des PME les plus dynamiques, au travers d'un partenariat public privé, centré sur le capital risque et le capital développement. L'objectif est d'injecter 3 milliards d'euros au capital des PME d'ici 2012. France Investissement est composé d'une branche publique constituée par CDC Entreprises (filiales de la Caisse des Dépôts) et d'une branche privée constituée de six partenaires (AGF, Axa, CNCE, Groupama, Natixis / Banques Populaires, Société Générale). Ce partenariat public / privé innovant est essentiel à la constitution d'une Place de marché structurée pour le non coté dont les PME française ont besoin pour se développer. France Investissement vise notamment à développer des fonds de fonds pour amener une part croissante de l'épargne collectée par les grands institutionnels vers le financement des PME les plus dynamiques. En décembre 2006, il n'existait en France, aucun fonds de fonds privés investissant en capital risque et aucun en capital développement, à l'exception notable de CDC. En 2007, 310 millions d'euros ont déjà été investis dans les six fonds de fonds créés. Cependant, les fonds de fonds abondés par France Investissement ne gèrent en moyenne qu'entre 50 et 100 M€ en incluant l'abondement de la CDC. France Investissement est donc un acteur important, mais qui n'a ni personnalité morale, ni équipe dédiée, ni budget propre.

La multiplicité des structures existantes complexifie les démarches des entrepreneurs et ne permet pas une allocation optimale des financements.

Pour améliorer le financement des PME, les structures existantes pourraient être regroupées pour constituer une structure de rehaussement à même de faciliter le financement des PME. Cette nouvelle structure pourrait être nommée « PME Investissement ». Cette réorganisation devrait permettre de construire une industrie forte du capital risque et du capital développement en France.

Par ailleurs, pour développer les fonds disponibles, il pourrait être envisagé de labelliser des fonds ISF au sein de la nouvelle structure. Pour attirer les financements en provenance de l'assurance vie, il pourrait être envisagé:

- soit un ajustement des règles permettant aux institutionnels d'allouer 5 à 10% des contrats d'assurance vie au non coté, pour augmenter la performance, renforcer l'attractivité de l'assurance vie qui s'érode, justifier les investissements sur les chaînes informatiques, et obtenir que 40% de ces investissements soient fait en capital risque et capital développement (ou bien rendre éligible cette disposition pour les CODEVI ou de l'épargne salariale)
- soit un dispositif permettant d'investir tout ou partie des contrats en déshérence (sans bénéficiaire identifié) qui représentent selon les estimations entre 10 et 30 Milliards € au minimum de stock.

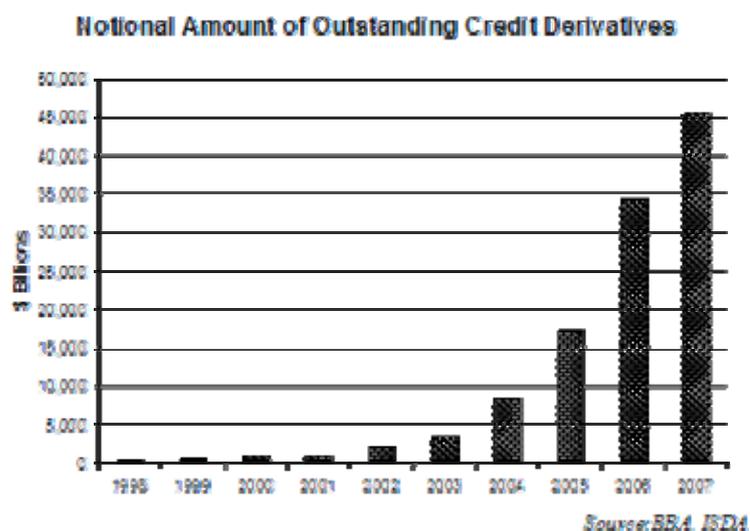
Annexes :

Les Credit Default swap

Le développement des *Credit default swap* a fait apparaître un risque systémique, selon les chercheurs. L'appellation de CDS regroupe des contrats incluant des *subprime loans* mais également des dérivés de crédit aux entreprises. Cela fait intervenir un très fort effet de levier, augmentant les gains en phase haussière et les pertes en cas de baisse.

La caractéristique de ces CDS est d'être organisés sur un marché *de gré à gré* (*over the counter derivatives*) et pas un marché organisé (comme pour les actions et les obligations classiques). Dès lors les garanties en terme de régulation et de sécurité sont moindres.

Le total des encours mondial en CDS s'est très rapidement développé à partir du début des années 2000 pour atteindre 45 000 milliards de dollars en 2007 (plus de 3 fois le PIB américain). Ces actifs sont considérés comme ayant de grandes ressemblances avec le marché des *subprime*. Si les entreprises venaient à faire faillite, les mêmes causes produiraient les mêmes effets, sur une échelle beaucoup plus grande.



Les piliers de la réforme Bâle II

Conçue comme un dispositif allant au-delà des seules exigences minimales en capital, la réforme de Bâle II comporte trois volets complémentaires et interdépendants.

- Le pilier 1 définit les exigences minimales de fonds propres. Il vise à assurer une couverture minimale, par des fonds propres, des risques de crédit, de marché et opérationnel. Par rapport au ratio de solvabilité de Bâle I, l'originalité de Bâle II tient non seulement à un éventail élargi de risques couverts (le risque opérationnel n'est pas implicitement appréhendé par le ratio « Cooke »), mais également à la possibilité pour les établissements bancaires de choisir différents niveaux de sophistication pour le calcul des exigences en fonds propres. Ainsi, il leur sera possible, pour le risque de crédit et le risque opérationnel, de recourir soit à des pondérations forfaitaires graduées en fonction de la qualité de la contrepartie, soit à des notations internes.
- Le pilier 2 établit un processus de surveillance prudentielle. Il vient compléter et renforcer le pilier 1. Il comporte : l'analyse par la banque de l'ensemble de ses risques y compris ceux déjà couverts par le pilier 1 ; le calcul par la banque de ses besoins de fonds propres au titre du capital économique ; la confrontation par le contrôleur bancaire de sa propre analyse du profil de risque de la banque avec celle conduite par la banque elle-même, en vue d'adapter son action prudentielle, que ce soit *via* des fonds propres supérieurs aux exigences minimales ou toute autre technique appropriée.
- Le pilier 3 concerne la discipline de marché. Il vise à améliorer la transparence financière des banques, en leur imposant de communiquer les informations nécessaires pour permettre à des tiers d'apprécier l'adéquation de leurs fonds propres. Une meilleure discipline de marché en est espérée.

PERP et Perco

Le PERP est un produit individuel qui permet de constituer une épargne placée selon le choix de l'investisseur de manière assez semblable à ce qui est proposé en assurance-vie (contrats en euros ou unités de compte). Les cotisations sont déductibles du revenu imposable. Les versements sont taxés au fil de la sortie, qui se fait obligatoirement en rente. Le PERP n'est donc pas intéressant pour les personnes très fortement imposées dont le taux d'imposition marginal va chuter au moment de la retraite.

Le Perco est un produit d'épargne ouvert aux salariés de sociétés de plus de 100 salariés ainsi qu'aux dirigeants et mandataires sociaux des sociétés de moins de 100 salariés. L'ouverture d'un Perco est conditionnée à l'existence dans l'entreprise d'un Plan d'épargne collective ou d'un Plan d'épargne inter-entreprise. La sortie du contrat peut se faire en rente ou en capital, au choix du salarié