
2017

Décembre

LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 35

- Actualités -

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des
Professions Financières (CPF)

CPF

6 avenue Mac Mahon - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Présidents du comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

Responsables de la publication

Guerric THOUVENIN

g.thouvenin@professionsfinancieres.com

* *

*

SOMMAIRE

Jean-Pierre MAUREAU, AXOS.....	Page 1
<i>« Une exigence en capital adaptée pour les assureurs investissant dans les actions cotées avec des stratégies de long terme »</i>	
Mireille AUBRY.....	Page 3
<i>« Retour à Paris : Les Objectifs de Développement Durable ("SDGs") et le Sommet du 12 Décembre 2017 »</i>	
Nicolas J. FIRZLI.....	Page 11
<i>« Les Etats-Unis, un colosse aux pieds plus fragiles... »</i>	
Christian SCHOR.....	Page 15
<i>« Financer le capital humain enjeu de compétitivité »</i>	
Arnaud MURET.....	Page 18
<i>« lettre à Monsieur Emmanuel MACRON, Président de la République Française »</i>	
Grégoire SENTILHES.....	Page 20

SOMMAIRE

Jean-Pierre MAUREAU, *Co-Président des Cahiers du Centre, Président du CILT*

L'actualité de cette fin d'année est riche et ouvre, sur des sujets de fond, des perspectives d'évolutions positives qui, parfois, n'étaient plus espérées.

- ❖ Mireille AUBRY, Direction du Contrôle des Risques chez COVEA, souligne qu'avec Solvabilité II, la part en actions dans les portefeuilles des assureurs a baissé car elle requière notamment une mobilisation en capital trop importante. Il serait opportun de mieux la calibrer. Elle nous confirme qu'une fenêtre est ouverte pour mieux considérer ce sujet et le faire avancer.
- ❖ Nicolas FIRZLI, Directeur Général de World Pension Forum, et Conseiller de la Banque Mondiale pour le développement et les infrastructures, dans une approche personnelle, très libre, nous livre ses clefs de lecture sur les objectifs de développement durable du prochain sommet de Paris, le 12 décembre prochain.
- ❖ Christian SCHOR, Directeur du Fonds de Garantie, se penche sur la situation aux États Unis un an après l'élection de Donald TRUMP. Où en est l'économie ? La croissance est au plus haut depuis mi 2014, d'où pourraient venir les signes précurseurs de la prochaine crise ?
- ❖ Arnaud MURET, Directeur d'ACTALIANS, OPCA des professions libérales situe la problématique du financement de la formation professionnelle, dimension déterminante d'un sujet en pleine mutation, en pleine actualité.
- ❖ Grégoire SENTILHES, Président de « Citizen Entrepreneurs » du G20 des Entrepreneurs en France et Président de NextStage AM, nous autorise à publier copie de sa lettre au Président de la République, Emmanuel MACRON. C'est un plan d'actions pour la croissance, l'emploi et l'épargne longue des Français ; l'objectif est de mettre fin à la glaciation de l'épargne des Français (3 500 milliards d'euros) en incitant, dans un premier temps, à une orientation massive et prioritaire vers l'épargne retraite individuelle ou collective et, comme vers l'épargne salariale, l'assurance vie, les contrats de capitalisation. L'objectif est, sur le fonds, d'orienter l'investissement sur le marché des startups aux grandes ETI moins irrigué en capitaux propres et plus créateur d'emplois.

Bonne lecture

* * *

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :
www.professionsfinancieres.com

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :
Centre des Professions Financières
6 avenue Mac Mahon, 75017 Paris

Contact :
contact@professionsfinancieres.com
Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

* * *

Une exigence en capital adaptée pour les assureurs investissant dans les actions cotées avec des stratégies de long terme

Mireille AUBRY, *Direction du Contrôle des Risques chez COVEA*

Résumé de l'article

La mise en place du régime prudentiel solvabilité 2 a détérioré les conditions dans lesquelles les compagnies d'assurance peuvent investir à long terme.

L'approche en valeur de marché pour établir les bilans prudentiels, pour louable qu'elle soit dans son désir de fournir une information actualisée, facile à partager, lisible, doit pour autant également restituer une information juste sur la richesse réelle de l'assureur et sa solvabilité en tenant compte de son modèle d'affaires ou horizon de gestion. Au final la lisibilité n'est parfois qu'apparente.

La solvabilité compare la richesse avec le besoin en capital. A ces fins, il est primordial que le besoin en capital corresponde aux pertes réelles qu'un assureur subirait face à des scénarios économiques adverses en tenant compte de ses actions de gestion effectives. Etudier le comportement d'une ou plusieurs variables de risque auxquelles l'assureur est exposé en brut, sans tenir compte de toutes les capacités d'absorption que ses actions de gestion procurent à l'assureur, déforme la vision de l'impact concret d'un scénario catastrophe sur les fonds propres.

L'exposition spécifique aux risques pour un assureur donné en net de ses actions de gestion permet de déterminer son profil de risque propre. Il est donc essentiel que la formule standard du régime prudentiel présente en elle-même une capacité suffisante à prendre en compte les éléments principaux caractérisant les actions de gestion des assureurs (ce qui est bien posé en tant que principe dans la Directive Cadre).

Un cas d'espèce particulièrement affecté par l'insuffisante prise en compte des actions de gestion est le cas des gestions actif passif fondées sur des stratégies d'investissements de long terme en action.

Si une reconnaissance des stratégies de long terme a été intégrée à la Directive Omnibus II pour les investissements obligataires à travers l'ajustement égalisateur et la correction pour volatilité, il reste à diminuer le coût en capital pour les investissements en actions cotées dans le cadre de stratégies d'investissement de long terme. La mesure transitoire existant dans le régime n'apportant pas la solution souhaitée, une solution pérenne est urgente, et la révision attendue de la formule standard de Solvabilité 2 pour décembre 2018 en offre la possibilité.

La non prise en compte des actions de gestion issues des investissements en action avec des stratégies de long terme, a conduit à une réduction significative des investissements en actions cotées non stratégiques dans l'actif général des assureurs (hors engagements en unités de compte). Au niveau européen, on peut penser que des volumes massifs sont ainsi soustraits des marchés de capitaux, obérant d'autant la croissance et l'emploi.

Au passage, notons que le développement des unités de compte qui découle du coût excessif des charges en capital dans les produits libellés en euro intensifie le risque porté par les assurés, qui eux, n'ont pas les mêmes capacités à éviter les chocs de court terme.

Une juste hiérarchie entre les risques mesurés par Solvabilité 2 doit être établie en maintenant le niveau de sécurité recherché pour les assurés et le système financier.

Les statistiques montrent un déclin de l'investissement en actions

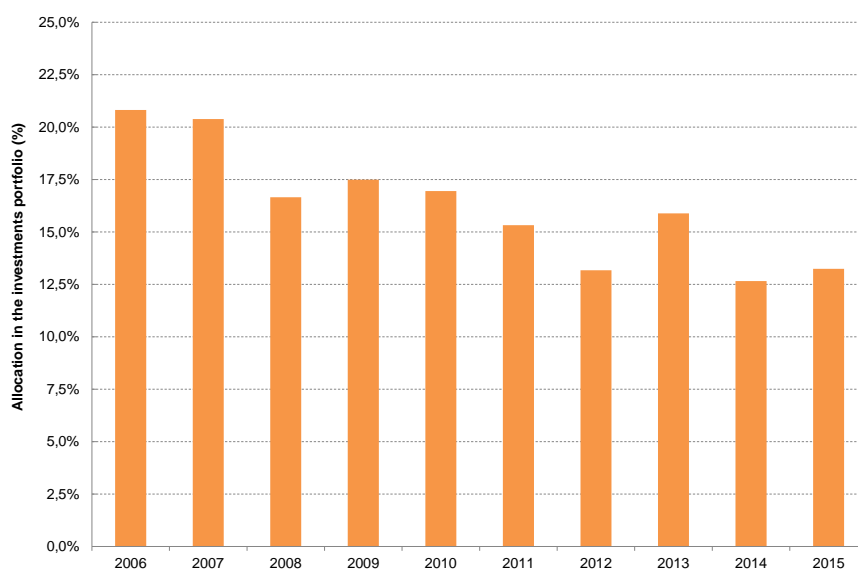
Les restrictions aux investissements à long terme ont des conséquences négatives qui affectent l'économie, l'emploi et les politiques publiques ainsi que les marchés financiers de plusieurs façons. Des centaines de milliards d'euros sont détournés du développement, de la production et de l'innovation, tandis que les marchés financiers sont privés d'une source de stabilité et de comportements contra-cycliques qui améliorent notablement leur fonctionnement.

La perte de performance que la croissance pourrait apporter à l'Europe se traduit aussi en perte de rentabilité pour les investissements effectués par les compagnies d'assurance. Elle affecte la performance des produits d'assurance, qu'ils soient vie ou non-vie, tout en limitant la performance des fonds propres du secteur dans son ensemble et les sources de création de fonds propres endogènes chers au secteur mutualiste.

Investir dans des actions avec des perspectives de long terme nécessite un processus basé sur une stratégie de gestion actif-passif globale. **Une telle stratégie est déterminée par l'horizon long du passif, incluant notamment les fonds propres.** Ainsi, l'horizon de long terme des passifs peut se trouver chez des assureurs non vie y compris santé, dès lors que les fonds propres représentent un montant significatif du passif, voire très significatif. **Historiquement, les assureurs non vie ont des allocations actions deux fois plus importantes que les assureurs vie en proportion du total de leurs placements.** Les fonds propres de la plus haute qualité (Niveau 1 dans Solvabilité 2) contribuent à potentiellement étendre indéfiniment la durée de l'horizon du passif en particulier chez les assureurs mutualistes dont les fonds propres ne peuvent sortir du bilan que pour cause de perte. Les assureurs non-vie sont encore plus fortement pénalisés que les assureurs vie par le caractère inadapté du calibrage actions cotées de la formule standard à la gestion d'un portefeuille avec des stratégies de long terme car ils ne bénéficient de la capacité d'absorption par les provisions techniques.

Le graphique suivant montre le poids des actions dans les investissements des compagnies d'assurance en Europe (hors portefeuilles en unités de compte) calculés en valeurs de marché.

Figure 1: Part des investissements en actions



(source: OECD)

On observe que, pendant la phase de préparation à Solvabilité 2, les compagnies d'assurance se sont progressivement éloignées des actions en prévision des nouvelles exigences en capital. Cette tendance pourrait même se poursuivre encore, comme l'indique l'OCDE en 2016 : « L'application de la directive Solvabilité II à partir du 1er janvier 2016 peut entraîner des changements dans les stratégies d'investissement des compagnies d'assurance en Europe au cours des prochaines années, compte tenu des modifications apportées aux exigences de fonds propres appliquées aux différents types d'actifs ».

Motivations de l'investissement en actions

Les investissements en actions sont plus risqués mais permettent d'atteindre de meilleures performances et une meilleure diversification.

Les investisseurs de long terme recherchent une prime de risque

La prime de risque est définie comme le rendement supplémentaire qu'un investisseur percevra en investissant sur des actifs plus risqués. En effet, **un investisseur rationnel avec plusieurs options d'investissement ne choisit les investissements risqués que s'ils procurent une espérance de rendement plus élevée et que les conditions pour supporter le risque sont respectées.**

Le débat sur les niveaux de prime de risque est intense dans le domaine académique et parmi les professionnels, mais il existe un consensus général sur le fait que les actions devraient fournir des rendements plus élevés que les obligations sans risque.

En investissant en actions, les compagnies d'assurance recherchent deux effets. Tout d'abord, élargir l'univers des investissements permet de construire des portefeuilles plus diversifiés et réduit le risque idiosyncratique associé aux portefeuilles concentrés. De plus, la prime de risque apporte une performance supplémentaire dont la volatilité est lissée au fil du temps, avec l'atténuation de l'effet des cycles économiques sur le long terme (Eychenne, et al., 2011).

Faciliter les investissements des compagnies d'assurances sans les figer dans des contraintes porteuses en elles-mêmes de risque systémique, présente des avantages multiples pour les assurés, les compagnies d'assurance, les marchés financiers et l'ensemble de l'économie.

Pour les détenteurs de produits d'épargne, l'assurance est un moyen d'accéder simplement, avec un faible niveau de risque, à un portefeuille largement diversifié et performant où des proportions raisonnables de placements en actions améliorent la performance. Pour les titulaires de contrats de produits non-vie, les performances supplémentaires des placements en actions de la compagnie servent à réduire le coût des couvertures dommages.

La part de la performance apportée par les placements en actions et non attribuée aux assurés participe aux fonds propres des compagnies d'assurance en améliorant leur performance et en facilitant leur développement.

Les compagnies d'assurance apportent une stabilité aux marchés financiers en tant qu'investisseurs résilients de long terme avec des comportements contra-cycliques. Ils profitent à l'économie en général en fournissant de grandes quantités de capitaux privés.

Les fonds propres participent à l'allocation stratégique, en particulier dans l'assurance non vie

Les fonds propres proviennent de différentes sources en fonction de la forme juridique de l'entreprise d'assurance. Ils proviennent des investissements initiaux (actions, fonds initiaux), des bénéfices non répartis et des contributions supplémentaires (nouvelles actions, certificats mutuels, primes additionnelles, dettes subordonnées). **Aux différents types de fonds propres correspondent différentes durées. Généralement, les fonds propres de la plus haute qualité, tels que le Core Tier 1, ont une durée très longue qui peut être infinie. Les durées des financements peuvent être augmentées par le type juridique (par exemple, dans les mutuelles, les fonds propres ne peuvent être rachetés).**

En raison de leur très longue durée, les fonds propres de la meilleure qualité sont un facteur de stabilité dans le bilan et contribuent à allonger l'horizon temporel par lequel les stratégies d'investissement et de placement sont définies.

Les politiques de gestion actif-passif traitent le couple rendement risque de plusieurs manières possibles

En investissant, les compagnies d'assurance prennent des risques financiers afin d'obtenir des rendements leur permettant de poursuivre leurs activités sur une base concurrentielle. Les compagnies d'assurance définissent des actions de gestion qui visent à trouver le meilleur compromis entre les risques et les rendements. La première et la plus importante action de gestion qu'une entreprise d'assurance prend est en effet la gestion globale des équilibres actif passif ou gestion actif-passif.

La gestion actif-passif traite des soldes financiers entre l'actif et le passif du bilan et trouve ses racines dans la stratégie de l'entreprise d'assurance en termes d'appétence au risque et d'objectifs de rentabilité.

La politique de gestion actif-passif définit un cadre dans lequel l'entreprise d'assurance fonctionne et représente une action de gestion instrumentale.

Nous rappelons l'importance des actions de gestion et le rôle clé qu'elles jouent dans l'évaluation des engagements envers les assurés et du capital de solvabilité requis.

En fonction des différentes stratégies, de l'appétit pour le risque, des modèles d'affaires et des situations de marché, les types et les pratiques de gestion actif-passif peuvent différer considérablement entre les pays et entre les compagnies d'assurance au sein d'un même pays. Par exemple, pour les compagnies d'assurance gérant des produits avec des flux de trésorerie hautement prévisibles (par exemple en l'absence de distribution de participation aux bénéfices), la gestion actif-passif recherche simplement la meilleure adéquation entre les flux de trésorerie de l'actif et du passif, sans objectif de performance additionnel. Cela peut être le cas des rentes fixes où les assurés n'ont aucune possibilité d'influencer les flux de trésorerie par des résiliations précoces, ou bien, pour les produits cantonnés.

Nous voulons attirer l'attention sur les types de gestion actif-passif basés sur un actif général, au sein duquel les compagnies d'assurance sont en mesure de d'accueillir tous types d'actif et de les gérer sur une base mutualisée en représentation de différents passifs, voire de la totalité des passifs, y compris les fonds propres. Ces types de gestion actif-passif basés sur la mutualisation apportent de nombreux avantages, ils permettent de diversifier les risques d'actifs et les risques de passifs (mutualisation de tous les risques financiers, de tous les produits, de toutes les générations de contrats, de toutes les générations de souscription, ...). L'optimisation des performances est recherchée en minimisant les risques par un processus ciblant la meilleure adéquation possible entre l'appétit pour le risque de l'entreprise d'assurance et les contraintes de son portefeuille. La procédure d'optimisation comporte des contraintes telles que:

- Les caractéristiques du passif (réserves et fonds propres),

-
- Les caractéristiques de l'actif (sur la base de l'univers des investissements possibles pour la compagnie)
 - Le contexte micro et macroéconomique
 - Les interactions entre actifs et passifs
 - Les actions de gestion
 - L'appétit pour le risque

La politique de gestion actif-passif donne une orientation sur la composition de l'actif du portefeuille, sa durée, sa qualité de crédit et sa volatilité attendue.

Le lien entre la politique de gestion actif-passif et les investissements

La politique de gestion actif-passif définit les objectifs et les contraintes pour les investissements sans tenir compte des titres individuels (à l'exception de ce qui concerne le risque de concentration).

Pour les obligations, la politique formule des objectifs sur la durée et la sensibilité, les flux de trésorerie futurs, les échéances à privilégier ou éviter et la qualité de crédit. Le gestionnaire d'actifs met en œuvre cette stratégie en tenant compte des titres disponibles sur les marchés primaires et secondaires et de son propre jugement sur les titres individuels.

Pour l'immobilier, la politique se concentre principalement sur les contraintes de liquidité afin d'éviter la vente précipitée d'investissements.

Pour les liquidités, la politique de gestion actif-passif fixe des objectifs sur les niveaux de trésorerie que l'entreprise d'assurance doit conserver afin de pouvoir faire face à des entrées ou sorties inhabituelles.

Pour les actions, la politique de gestion actif-passif définit un cadre d'allocation compte tenu de l'anticipation sur la prime de risque et sur la volatilité. Le gestionnaire d'actifs choisit les actions avec les perspectives les plus prometteuses et gère les mouvements d'entrée et sortie du portefeuille.

L'allocation en actions cotées est en grande partie déterminée par le risque que la compagnie d'assurance souhaite prendre et sa capacité à l'assumer, c'est-à-dire par le cadre d'appétence au risque de la compagnie.

Dans l'élaboration de sa politique de gestion actif-passif, la compagnie d'assurance comptabilise ses fonds propres. **Le niveau de fonds propre est susceptible de participer au niveau de risque que l'entreprise d'assurance est prête à affronter, compte tenu de l'appétit du risque défini par la stratégie globale. De plus, les fonds propres apportent un facteur de stabilité dans le bilan, par leur durée très longue.**

Le poids relatif des actions dans les actifs d'un assureur peut changer d'une année à l'autre pour plusieurs raisons, certaines externes à l'entreprise d'assurance, comme un mouvement de marché soudain qui n'a pas été compensé par une réallocation, et certaines internes à la compagnie, comme une variation des flux attendus de trésorerie des passifs et la traduction de cette modification dans la répartition de l'actif.

L'allocation stratégique diffère de l'allocation tactique

Les stratégies d'investissement à long terme fixent des niveaux d'allocation cible qui ne se traduisent pas par des proportions d'investissements constantes. Les niveaux d'allocation cible sont des repères fixant en principe des limites maximales de risque à respecter. Ils diffèrent également des stratégies « buy-and-hold », un portefeuille d'actions étant géré de façon active pour différentes raisons conduisant à ce que des lignes individuelles soient cédées au besoin. Les raisons des mouvements d'actifs peuvent provenir des analyses financières et des perspectives macro- et micro-économiques par lesquelles les compagnies d'assurance comparent les performances des différentes catégories et types d'actifs. Elles agissent alors

souvent de manière contra-cyclique, réduisant les positions actions si les valeurs sont surévaluées et les augmentant dans des situations de marché sous-évaluées.

L'allocation du portefeuille d'une compagnie peut être influencée par des considérations de court terme ou par des facteurs de long terme. Des considérations de court terme peuvent entraîner un écart temporaire par rapport à l'allocation stratégique sans remettre en question les objectifs de long terme. Ces considérations de court terme peuvent être simplement d'origine comptable.

De même, les cycles économiques peuvent dicter une réaffectation entre les secteurs et provoquer des rotations de portefeuille voir (Bernay, 2008) et (Eychenne, et al., 2011).

Ramener les investisseurs de long terme et réconcilier la performance, le risque et les exigences réglementaires

Les investisseurs de long terme sont exposés à une volatilité réduite

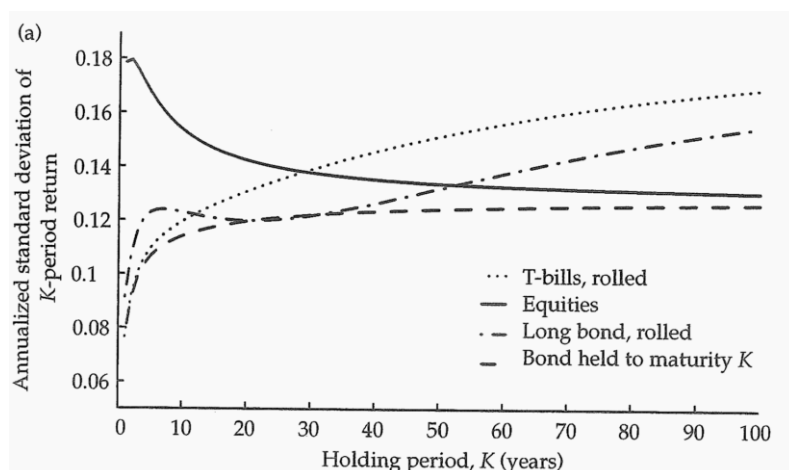
La littérature académique a montré que le risque action ou « volatilité » n'est pas le même pour les investisseurs à court terme et les investisseurs à long terme, et se réduit avec le temps (Campbell et al., 2002). Cette caractéristique a sous-tendu le calibrage actions de l'Avis Final du CEIOPS en 2009. **Sur une longue période, l'inclusion des dividendes, la tendance à la hausse et la possibilité d'un retour à la moyenne réduisent considérablement la volatilité.**

Les dividendes ne sont pas comptabilisés par la directive Solvabilité 2 car ils ont un impact limité sur un horizon de 1 an. Cependant, ils contribuent à modifier le profil de risque en fournissant un rendement relativement stable, en réduisant la volatilité du portefeuille et en réduisant le risque de trop payer les titres (Conover, C. et al., 2016).

Lorsque les actions de gestion sont insuffisamment capturées et comptabilisées dans le calcul des provisions techniques et des exigences de fonds propres, l'horizon d'un an pour le calibrage brut des risques par la Directive Solvabilité 2 peut introduire un biais vers les obligations et les instruments de court terme. La littérature académique a discuté de ce point et les professionnels de l'assurance ont noté cette tendance à la baisse illustrée par le graphique ci-dessous. **Finalement, dans le cadre de la gestion d'un passif avec un horizon de temps de 40 ans (Eychenne et al., 2011), l'allocation aux actions devrait être de 39,5% pour une volatilité du portefeuille à 5,5%.**

Notons qu'à long terme, le risque obligataire peut être plus élevé que le risque d'actions. Ceci est dû à la plus grande volatilité des bons du trésor à long terme. Alors que les actions présentent des retours vers la moyenne, les bons du trésor montrent une «aversion à la moyenne» en raison de «la variation persistante des taux d'intérêt réels, qui amplifie la volatilité des rendements lorsque les bons du trésor sont réinvestis sur de longs horizons» (Campbell et al., 2002).

Figure 2 : Evolution de la volatilité au cours du temps



(source: (Campbell, et al., 2002))

Mettre en place un choc adapté aux portefeuilles actions cotées gérés avec des stratégies de long terme

Les assurés et le système financier doivent être protégés des risques de faillite des assureurs.

Plusieurs mécanismes peuvent aider à protéger les parties prenantes. Les compagnies d'assurance dotées de fonds propres suffisants et respectant les autres critères clés qualifiant l'horizon de long terme de leurs stratégies d'investissement en actions cotées ont un profil de risque net adapté à un calibrage de 22% au lieu de 39% + dampener (article 170 du Règlement Délégué).

La quantité de fonds propres permet aux compagnies d'assurance :

- D'absorber la volatilité et les pertes liées aux événements extrêmes
- D'investir de manière plus stable puisque les fonds propres ne sont pas un passif remboursable

De même, une évaluation des montants des risques déjà présents dans l'entreprise d'assurance peut donner une indication sur la capacité de l'entreprise d'assurance à porter plus de risque à court terme.

Le ratio de solvabilité est une mesure synthétique qui combine le niveau des fonds propres et l'exposition au risque.

Par conséquent, trois critères apparaissent clés pour bénéficier d'une charge en capital de 22% :

- L'entreprise d'assurance est engagée par sa stratégie, sa politique de gestion actif-passif et sa politique d'investissement
- L'entreprise d'assurance présente un passif long (notamment avec les fonds propres)
- L'entreprise d'assurance dispose d'un ratio de solvabilité supérieur à 160%

Un ratio de solvabilité calculé sur la base du choc standard brut court terme et mesuré par une moyenne glissante sur trois ans est proposé comme critère pour pouvoir bénéficier d'un choc action adapté.

Par ailleurs, afin d'éviter les effets de pro-cyclicité pour les compagnies dont la situation se dégrade, la charge en capital sur les actions ne passerait pas brutalement d'un niveau de 22% à un niveau de 39% + dampener, mais seulement par paliers.

En d'autres termes, une entreprise d'assurance avec un ratio de solvabilité supérieur à 160% en moyenne pour les 3 dernières années remplit totalement les critères qualifiant le profil de risque éligible à une charge en capital de 22%.

La progressivité de l'application ou *désapplication* du choc réduit les effets pro-cycliques tout en fournissant des indicateurs avancés de changement du profil de risque net de l'assureur. Plus les ratios de solvabilité sont bas, plus le choc s'élève, traduisant la plus grande exposition au risque de court terme.

Ainsi, la formule proposée empêche les compagnies d'assurance de prendre trop de risques de court terme lorsque les conditions ne sont pas réunies pour elles de s'y soustraire, tout en leur offrant les bonnes incitations lorsque leur profil de risque change.

L'exigence adaptée en capital est incitative à un comportement vertueux tout en reflétant le niveau réel des risques.

Retour à Paris : les Objectifs de Développement Durable (“SDGs”) et le Sommet du 12 décembre 2017

M. Nicolas J. Firzli, *Directeur Général de World Pension Forum, et Conseiller auprès de la Banque Mondiale pour le développement et les infrastructures, dans une approche personnelle, très libre, nous livre ses clefs de lecture sur les objectifs de développement durable des Nations Unies dans la perspective du sommet de Paris, le 12 décembre.*

CONSUMÉRISME D’ÉTAT ET DESTRUCTION PLANIFIÉE DE L’ÉCOSYSTÈME

Le sociologue américain Pitirim Sorokin (*Dynamiques Sociales et Culturelles*, 1957) et l’essayiste français Cornelius Castoriadis (*L’Exploitation des paysans sous le capitalisme bureaucratique*, 1949), avaient tous deux prévu que la concurrence accrue avec le modèle soviétique finirait par engendrer, vers le début du XXI^{ème} siècle, un capitalisme pur et dur motivé sur le plan microéconomique par la recherche exclusive du profit financier à court terme, fondé sur le développement, des deux côtés de l’Atlantique, d’une culture consumériste de masse peu respectueuse des écosystèmes naturels ; et, à l’est du rideau de fer, d’une accélération monstrueuse des catastrophes environnementales staliniennes (assèchement de la mer d’Aral, contamination nucléaire de la province de Tcheliabinsk au sud de l’Oural tenue secrète pendant des décennies, puis, en fin de course, fusion du réacteur de Tchernobyl qui signe la mort du capitalisme d’état russe).

Ce modèle économique porté par une culture sensuelle-matérialiste débridée (« sensate ») qui considère la nature comme un simple réservoir de ‘matières premières’ⁱ est arrivé à son apogée dans les années 1990 – 2000 avec le triomphe de l’ordre reaganien et le déclin progressif du vieux capitalisme paternaliste et ‘progressiste’ cher à Jacques Delors et Michel Albert : le premier, concepteur d’une Union européenne désormais à la dérive, le second, grand patron ayant présidé l’un des deux géants français de l’assurance pour le voir finalement dépecé puis vendu à une multinationale allemande. Cette conception économique court-termiste, oublieuse du « temps long » nécessaire à toute pensée stratégiqueⁱⁱ repose sur la notion « d’obsolescence programmée » qui intègre, dès la conception des produits et services, des mécanismes d’usure délibérée, qui inciteront mécaniquement les consommateurs à les « poubelliser » pour en acquérir au plus vite de nouveaux.

La nature dans son ensemble est ainsi progressivement transformée en trois grandes zones économiques : réservoir de matière première et d’énergies fossile d’un côté, grande décharge à ciel ouvert de l’autre, et, pour ainsi dire, au milieu, villes-banlieues déshumanisées peuplées de *citoyens-consommateurs jetables* « enrichis » au gaz d’échappement diesel (longtemps carburant préféré de la Commission européenne et du gouvernement allemand). C’est ainsi que, pour mieux exploiter le gaz de schiste, les amis de George W. Bush et Dick Cheney ont transformé des régions entières du Dakota, du Texas, de Pennsylvanie et de l’ouest de la Pologne en terres à jamais meurtries : les dizaines de milliers de « cancéreux au radon » étant passés aux comptes de pertes et profits. Sarkozy et ses amis néoconservateurs préparaient un tel avenir irradié pour le Nord-Pas-de-Calais et le Gard : la société civile a, fort heureusement, mis un coup d’arrêt à ces politiques destructricesⁱⁱⁱ.

POLLUTION DES SOLS ET CONTAMINATION IDÉOLOGIQUE

Cette doctrine court-termiste s’est finalement étendue à la Chine, à l’Europe de l’Est, puis aux « marchés émergents » dans leur ensemble : elle suppose que les grands patrons des sociétés cotées en bourse poursuivent inlassablement un seul et unique objectif, celui de la *maximalisation des profits trimestriels*, sans jamais se laisser ‘distraire’ par des considérations sociales ou environnementales sans importance : “s’il y a bien une chose qui risquerait de détruire le monde libre, d’en saper les fondations, ça serait l’acceptation par les dirigeants d’entreprise de quelque responsabilité sociale que ce soit – autre que celle de gagner un maximum d’argent. Ce type de doctrine serait fondamentalement subversive”^{iv}.

Dès lors, tous les moyens sont bons pour générer les sacro-saints « résultats trimestriels » : installation par Enron de vrais-fausses salles des marchés à New York et Londres pour traiter des contrats énergétiques futurs totalement « notionnels », utilisation par le groupe Volkswagen de 2009 à 2015 de logiciels fantômes permettant de doper les ventes en truquant les tests CO₂ (seuls des procès intentés loin de Berlin et Bruxelles par les fonds de pension des fonctionnaires municipaux américains permettront d'y mettre un terme), et, plus récemment, falsification des normes de production de Kobe Steel, dont « l'acier pur comme le sabre des samourais » était devenu le symbole de la qualité japonaise : d'après les juges en charges de l'enquête, ce sont des centaines d'équipementiers automobiles de par le monde qui seraient affectés, mettant ainsi en jeu la vie de millions d'automobilistes – sans compter les passagers des derniers long-courriers de Boeing et Airbus.^v

À sa manière toute texane, c'est Charlotte Beers, ministre de la diplomatie publique de George W. Bush qui a le mieux résumé *le fonds de commerce* du néo-conservatisme consumériste qui a régné sans partage jusqu'en 2015 : répondant à un journaliste trop curieux qui lui demandait dans les jours qui ont suivi l'attaque du 11 septembre 2001 si cet évènement tragique allait changer les rapports du gouvernement américain avec la « vieille Europe » et le Moyen-Orient (régions d'origine des kamikazes du World Trade Center), et si des lois d'exception ou des guerres d'ampleur étaient à craindre en Asie Centrale et dans les pays du Golfe, Charlotte Beers répondit que « ces questions sont assez ennuyeuses pour le grand public », mais qu'elle avait un message important à faire passer *aux consommatrices américaines* et à leurs maris : pour relancer la consommation et sauver la nation « *allez acheter de la lingerie à New York dans les grands magasins!* »

2015 ANNÉE-PIVOT À WASHINGTON, ROME ET PÉKIN

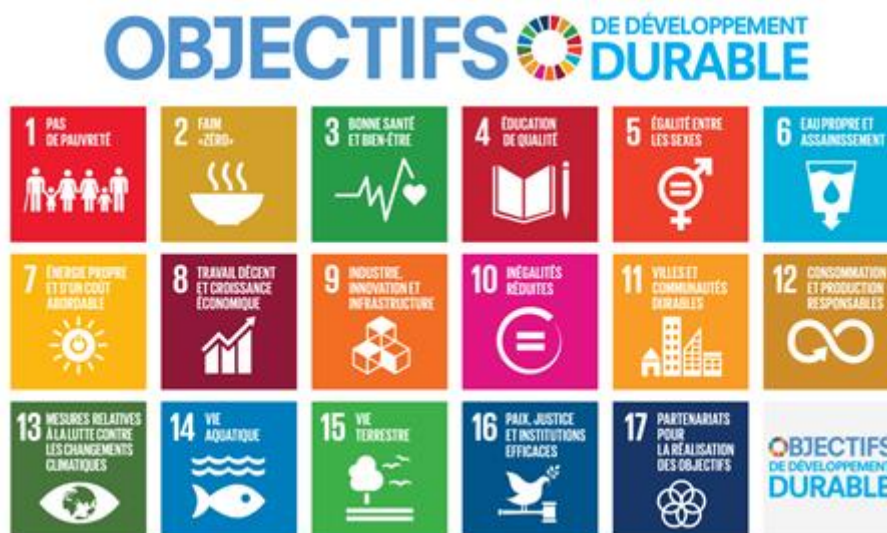
Mais, pour reprendre la perspective de Sorokin (elle-même influencée par Frédéric le Play et le saint-simonisme français), les « théories économiques et idéologiques » durent rarement plus de soixante-dix ans. En 2015, deux évènements majeurs ont permis d'enclencher la transition vers un nouveau mode de penser : la promulgation des Objectifs de Développement Durable de l'ONU (connus sous leur acronyme anglais de « SDGs ») et la Conférence de Paris de 2015 sur les Changements Climatiques (« COP21 »). Ces deux évènements majeurs furent précédés en juin 2015 par la publication de la *lettre encyclique Laudato si sur la sauvegarde de la maison commune*, renouant ainsi avec la tradition néo-platonicienne^{vi} des philosophes d'Antioche et Alexandrie, qui place la terre-mère, Gaïa, au centre du monde. Aux États-Unis et en Allemagne, les milieux d'affaires néo-conservateurs sont furieux, et la revue *The Weekly Standard* qui porte leurs idées réactionnaires n'hésite pas à accuser François de vouloir « *faire avaler au peuple des sornettes environnementales et mondialistes telles que la théorie bidon du changement climatique! François n'est pas le bienvenu en Amérique!* » (Francis in the Land of Savage Capitalism, 11 septembre 2015)

Mais les lignes commencent à bouger : Xi Jinping et Obama disent tout le bien qu'ils pensent de l'encyclique dont la version chinoise est lue et commentée en des termes élogieux par la presse asiatique tout au long de l'été 2015. Le 25 septembre 2015 à Washington, c'est le communiqué présidentiel commun sino-américain^{vii} qui fait de la « *lutte commune contre le changement climatique* » un axe stratégique majeur pour deux nations représentant à elles seules plus de 40% de l'économie mondiale et plus de 50% des émissions de gaz à effet de serre : pour la première fois depuis la conférence de Potsdam (août 1945), les deux premières puissances mondiales semblent enfin d'accord sur un grand objectif stratégique partagé.

Le jour même, à New York, c'est au tour des Nations Unies d'adopter à l'unanimité « l'Agenda 2030 » et ses 17 Objectifs de Développement Durable (en anglais *Sustainable Development Goals*) : « *17 objectifs de développement durable (ODD) déclinés en 169 cibles pour répondre aux défis de la mondialisation en se fondant sur les 3 composantes - environnement, social et économie - du développement durable. L'Agenda*

2030 et les ODD qui en découlent présentent une conception profondément novatrice du développement durable : il associe à la lutte contre l'extrême pauvreté la préservation de la planète face aux dérèglements climatiques » (cf. version française du Tableau SDGs de l'ONU décrivant chacun de ces objectifs avec les icônes qui leurs sont associés – reproduit ici).

Tableau des 17 Objectifs de Développement (source : ONU)



Enfin, en décembre 2015 à Paris, c'est la Conférence de Paris de 2015 sur les Changements Climatiques (COP21) qui débouchera sur l'Accord de Paris, le premier accord universel sur le climat, qui associe étroitement nations développées et pays émergents dans une lutte commune pour la protection de la planète : la réduction des émissions de gaz à effet de serre est désormais *un but universel commun*, et chaque nation s'engage à y participer. Les grands fonds de pension des pays du G20 réunis à Paris à cette occasion^{viii} par le World Pensions Council (WPC) approuvent cette évolution, insistant néanmoins sur la nécessité pour les investisseurs institutionnels privés de jouer un rôle « d'accélérateur » dans le déploiement concret des objectifs de développement durable au sein des portefeuilles d'actifs cotés et non-cotés des organismes de retraite : c'est-à-dire passer au crible des ODD plus 40 trillions d'euros d'actifs détenus par les grandes caisses de retraite publiques et privées.

Le 5^{ème} Forum Mondial des Fonds de Pension (2 et 3 décembre 2015) marque ainsi un tournant important dans le changement des mentalités des décideurs financiers, aidé en cela par la montée en puissance au sein des conseils d'administration des fonds de pension américains, canadiens, britanniques et australiens de représentants des salariés ("*employee-nominated trustees*") soucieux de savoir « *si notre argent est bien géré, selon des règles éthiques modernes* » pour reprendre les termes du professeur Jeffrey Sachs, directeur de l'Institut de la Terre de l'Université de Columbia, un des principaux concepteurs des objectifs de développement durable de l'ONU, et Janice Turner et David Weeks, co-présidents de l'Association des Administrateurs de Fonds de Pension du Royaume-Uni (AMNT), dont les « Lignes Rouges » (Red Line Voting : principes de vote aux assemblées générales) ont également fait beaucoup pour la diffusion des ODD au sein du monde anglo-saxon en 2016 – 2017.

“PARIS IS BACK” ET “BACK TO PARIS”: LE SOMMET DU 12 DÉCEMBRE 2017

Malgré la sortie théâtrale de l'Administration Trump des Accords de Paris (juin 2017), Emmanuel Macron a laissé la porte entrouverte pour les États-Unis : « antagoniser » le gouvernement américain (comme souhaitaient le faire à tort François Hollande, Laurent Fabius et Jean-Claude Juncker) ne servirait strictement à rien. Cette position résolument pragmatique qui rompt avec

des années de bien-pensance prétendument progressiste (2012 – 2017) ou, pire encore, néoconservatrice (2007 – 2012), permet à Paris de se placer au centre du jeu économique et géostratégique, renouant en cela avec les ambitions saint-simoniennes qui ont fait la grandeur de la France.

Mais *compréhension* ne signifie en aucune manière complaisance, ou, pour parler comme le nouveau président français : « *en la matière, l'esprit de conciliation, de compromis, s'il devient un esprit de mollesse, est coupable... Je ne céderai rien à ceux qui veulent un retour en arrière... [Il s'agit là] d'un choix américain qui n'est qu'un choix américain.* » Cette ambition retrouvée pour Paris et pour le monde se fonde sur une vision holistique des grands enjeux socio-économiques, culturels et militaires auxquels nous sommes confrontés : « *on ne peut pas prétendre lutter efficacement contre le terrorisme si on n'a pas une action résolue contre le réchauffement climatique* ». Deux ans après la COP21, le Sommet de Paris du 12 décembre 2017, organisé à l'initiative du président français et du docteur Jim Yong Kim, président de la Banque Mondiale, sera l'occasion d'approfondir plus encore le sillon de l'investissement socialement responsable, pour « *sauver la paix et la démocratie* » pour les générations futures^{ix}.

Le point de vue présenté ici résume les idées personnelles de l'auteur. Ces idées ne reflètent pas nécessairement celles des administrateurs du World Pensions Council (WPC), de la Banque mondiale (BM) ou des institutions qu'ils représentent.

ⁱ Sorokin, Pitirim Aleksandrovič. *Social and Cultural Dynamics*. Vol. 1. Transaction Publishers, 1957 (2010 ed.), pp. 27-28

ⁱⁱ Cospito, Giuseppe. *Interpretazioni del concetto di egemonia in Italia e in Francia (1948-1975)*. *Materialismo Storico* 2, no. 1 (2017), pp. 16-39

ⁱⁱⁱ Gaz de schiste : Hulot accuse Sarkozy d'«irresponsabilité totale». *Le Parisien*, 1^{er} octobre 2014

^{iv} Cité par : Walton, Clarence Cyril. *Ethos and the Executive* (1969), p. 126

^v Kelly, Tim. *Fears Boeing Passenger Jets May Have Falsely-Certified Steel*. *Business Day*, October 22nd 2017

^{vi} Herriot, Edouard. *Philon : Essai sur l'École juive d'Alexandrie*. Hachette et Cie, 1898

^{vii} U.S.-China Joint Presidential Statement on Climate Change, September 25 2015
<https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2015/09/25/us-china-joint-presidential-statement-climate-change>

^{viii} Firzli, Nicolas et David Weeks. 2016. 5th World Pensions Forum held on the Sidelines of UN COP21. *Revue Analyse Financière* N° 59 : 12 – 14

^{ix} Sangnier, Marc. *Pour sauver la paix. Compte-rendu sténotypé du discours prononcé dans la grande salle de la Démocratie le 6 novembre 1938*. (1938)

Les Etats-Unis, un colosse aux pieds plus fragiles...

Christian SCHOR, *Directeur du Fonds de Garantie*

Article achevé un an après l'élection de D. Trump, le 8 novembre 2017.

Même si la publication du PIB du troisième trimestre en ce jour du 27 octobre repositionne la croissance américaine au plus haut depuis mi 2014 à 3 % sur les deux derniers trimestres, il n'en demeure pas moins que la moyenne depuis 2011 ne s'établit qu'à 2,1 % (soit un chiffre deux fois plus élevé que la zone euro !), mais il n'est même plus envisagé que cette croissance puisse dépasser structurellement les 2 % par an, affectée notamment par le vieillissement de la population et par de moindres flux migratoires. L'année 2018 devrait toutefois voir la croissance du PIB encore surpasser le niveau structurel grâce à l'impact fiscal à venir (davantage d'investissements et de consommation anticipés) et à l'environnement mondial globalement favorable.

Ce qui change dans ce cycle américain actuel ? Un niveau d'investissement moindre que lors des décennies passées, des dépenses publiques plus contenues après l'hémorragie post 2008 et un poids de la consommation des ménages dans le PIB qui fige la croissance (environ 70 % du PIB), d'autant plus que les revenus progressent moins rapidement que lors des cycles précédents. Les salaires augmentent de +2,5 % par an en moyenne depuis plusieurs trimestres (après être retombés entre +1,5 % et +2 % en 2010/2011) mais leur progression annuelle dépassait 3,5 % avant la crise de 2008. Des conditions financières plus attractives (taux d'emprunt au plus bas) et un prix du baril considéré comme peu élevé à ce stade du cycle permettent ainsi aux ménages américains de maintenir un pouvoir d'achat réel robuste et de contribuer à une consommation plutôt favorable mais sans excès.

Les interlocuteurs spécialisés ne voient pas de signaux qui pourraient modifier ce scénario de moindre croissance structurelle, qui s'accompagne pour l'instant d'un niveau d'inflation très en-deçà du niveau de 2 % retenu par la Reserve Federale et qui devrait le rester au cours des prochains trimestres (l'indice core PCE ou indice sous-jacent des dépenses de consommation des ménages s'établit à 1,3 %, soit le même niveau qu'en 2009 lors de la crise financière).

Pourtant, tous les économistes observent une baisse sans précédent de la courbe du taux de chômage et par ailleurs des créations d'emplois au niveau le plus haut, mais rien n'y fait : à part quelques tensions çà et là, les salaires demeurent plus sages qu'autrefois, la courbe de Phillips s'est juste décalée, les Etats-Unis enregistrant de faibles progressions de salaires malgré le plein emploi. Sur une base normalisée, un taux de chômage de 4,2 % devrait induire un niveau de taux d'inflation annuel hors produits volatils de l'ordre de 2,5 %.

La proportion de femmes au travail qui augmente est peut-être l'un des paramètres explicatifs. Toutefois, le taux de participation demeure bas, les étudiants reculant leur date de première entrée dans un emploi durable en poursuivant des études en vue de maximiser leur chance d'un premier emploi bien rémunéré. Néanmoins, tous les économistes rencontrés lors de ce voyage d'études s'accordent à penser que le taux de chômage devrait tomber vers les 3,5 % d'ici la fin de l'année 2018, avec des conséquences inconnues sur le niveau d'inflation. Faible pour l'instant selon la population des économistes sondées, la révolution technologique en cours crée la

rupture, et les mesures de la productivité d'antan semblent inefficaces voire totalement déconnectées de la réalité. On pourrait ajouter qu'il est observé un ralentissement de la progression effrénée des frais de santé suite aux réductions de compensation des états auprès des hôpitaux et qui constitue un frein supplémentaire au redémarrage de l'inflation.

Ce nouveau paradigme en développement préoccupe les banquiers centraux qui semblent ne plus avoir les bons indicateurs, ce qui explique pour partie la politique encore accommodante de la FED à ce stade du cycle, qui n'a procédé qu'à quatre relèvements de taux de 0,25 % depuis l'après-crise financière, ce mouvement devant se poursuivre avec trois à cinq hausses possibles d'ici fin 2018 pour des Fed Funds qui atteindraient un objectif compris entre 2 % et 2,25 %, puis les avis divergent au-delà. En effet, en fonction de l'inflation observée, les interventions seront plus ou moins décalées dans le temps. De même, la réduction de la taille du bilan de la FED, de 4 200 milliards de dollars actuellement, devrait être progressive. Il serait illusoire de penser qu'elle reprendra toutes les liquidités allouées entre 2008 et 2016, soit plus de 3 000 milliards de dollars. Les chiffres avancés (1 500 milliards de dollars) semblent plausibles d'ici la fin de l'année 2021, soit un programme étalé sur quatre ans.

Quant aux taux à long terme, les économistes anticipent une remontée progressive jusqu'à 3,5 %-3,75 %, partant de 2,4 % actuellement. Mais le krach obligataire ne devrait pas avoir lieu, malgré la réduction du bilan de la FED. Il convient d'observer que les émissions du Trésor américain se sont stabilisées (après avoir connu un énorme bond dès la fin 2008 pour enrayer la crise financière). L'encours total de la dette est plafonné, sachant qu'elle représente désormais 107 % du PIB (dette brute).

L'ensemble de ces observations positionne l'indicateur des conditions financières mesurées par Goldman Sachs au mieux, à l'image de la situation observée à mi 2014. Ces conditions sont dopées par un dollar affaibli depuis plusieurs trimestres et par voie de conséquence, la prévision de croissance du PIB s'avèrerait plus forte que la tendance potentielle pour les trimestres à venir.

D'où pourraient venir les signes précurseurs de la prochaine crise^{ix} ?

Sur le plan des consommateurs, tout va pour le mieux. Du côté des entreprises, les signaux d'activité sont au plus haut ; ils pourraient ralentir mais il faudrait une très mauvaise conjoncture internationale pour observer un assombrissement sérieux. Le service économique de l'Ambassade de France des Etats-Unis énonce toutefois un nombre croissant de facteurs qui pourraient générer des chocs pouvant conduire à un risque d'autoréalisation.

D'un autre côté, les actions de la FED en cours ne semble pas en mesure de freiner suffisamment le cycle de croissance actuel et les prix des matières premières demeurent sages pour l'instant. D'une voix quasi unanime, le plus sérieux risque proviendrait de la présidence des Etats-Unis, tant sur le plan interne où les réformes annoncées sont à la peine, avec certains républicains récalcitrants qui peuvent condamner par quelques voix manquantes toute réforme au Sénat, que sur le plan extérieur où les signaux négatifs se succèdent, le Président dénonçant les principaux accords de libre-échange signés par B. Obama (Transpacifique et ALENA) mais non encore ratifiés et pourtant qui s'avèrent plutôt favorables aux Etats-Unis, mais sans aller se risquer jusqu'à maintenant à remettre en cause les règles internationales de l'OMC. Les Etats-Unis sont-ils entrés dans une nouvelle forme de protectionnisme, en réduisant les accords multilatéraux par

des accords bipartites ou dans une nouvelle forme d'autoritarisme, ce que la communauté internationale peut craindre lorsque que les Etats-Unis se retirent d'organisations emblématiques.

Les échecs de D. Trump sur le plan des réformes intérieures pourraient constituer le plus sérieux risque pour la communauté internationale lorsqu'il s'agira d'aborder les négociations internationales en cours, mais les marchés financiers font fi du risque géopolitique (Iran, Corée du Nord) pour l'instant, espérant beaucoup d'une négociation puis un vote du Congrès sur la réforme fiscale d'ici le premier trimestre de l'année prochaine, le tout sans que le plafond du déficit budgétaire puisse augmenter de plus de 1 500 milliards de dollars au cours des dix prochaines années.

A New-York, tout le monde s'accorde à dire qu'il y aura bien une baisse des impôts des sociétés et une réduction des tranches d'imposition permettant à l'Administration de D. Trump de mieux appréhender la bataille à venir en vue de conserver son leadership au Congrès lors des élections de mi-mandat. Les américains approuvent l'action de leur Président pour 37 % d'entre eux - un seuil de popularité très bas néanmoins - mais les démocrates sont confinés pour l'instant à des niveaux encore plus faibles et le « Tea Party » est hors état de nuire.

Cette réforme fiscale s'oppose toutefois à la capacité de l'Etat fédéral d'engager des investissements en infrastructures pourtant nécessaires au pays. Le vieillissement des infrastructures est patent avec une moyenne d'âge de celles-ci atteignant près de 25 ans, un niveau deux fois plus élevé qu'à la sortie de la seconde guerre mondiale.

Pourtant, la liquidité sur les marchés est au plus haut et permettrait l'engagement de partenariat public-privé pour les futurs investissements. Il semble néanmoins que les investisseurs se ruent sur les marchés les plus liquides (obligations d'Etat, obligations d'entreprises, fonds indiciels et actions les plus larges) développant progressivement une distorsion nouvelle, s'accompagnant de valorisations de plus en plus élevées, mesurée aussi par une volatilité de plus en plus faible.

Quel niveau d'indice S&P 500 à un an ? Un retour désormais aux fondamentaux est le scénario le plus envisageable avec une progression annuelle de l'indice de l'ordre de 5%, ce qui contraste avec un gain de 15 % par an réalisé depuis 5 ans (dividendes réinvestis).

Financer le capital humain enjeu de compétitivité.

Arnaud Muret, *Directeur général d'Actalians, Docteur en socio-économie de l'innovation*

Aujourd'hui lorsqu'une entreprise a besoin de se développer, se recapitaliser, il existe de nombreux services financiers de nature privée tels que des banques, des fonds d'investissement privés ou publics telle que BPI France. L'entreprise peut ainsi trouver des moyens pour financer des achats de machines, de logiciels, etc. Pour autant, une fois ces machines, ces logiciels acquis, l'entreprise aura la nécessité de former ses collaborateurs pour leur exploitation, leur usage. Alors aucun des financeurs précités ne sera en mesure de lui accorder un prêt pour financer l'adaptation de ses salariés à ces nouveaux outils.

Financer la formation des collaborateurs c'est toucher directement à la problématique du capital humain. En effet, selon la définition de l'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Economique), le capital humain recouvre « l'ensemble des connaissances, qualifications, compétences et caractéristiques individuelles qui facilitent la création du bien-être personnel, social et économique. » « Le capital humain constitue un bien immatériel qui peut faire progresser et/ou soutenir la productivité, l'innovation et l'employabilité ». Il semble évident que sans les hommes ces machines, ces logiciels acquis via les services financiers précités ne produiront pas de valeur économique. Or l'acquisition des savoirs nécessaires à l'usage de ces machines passe notamment par la formation.

Eventuellement, il serait possible d'acquérir ces savoirs en prenant le contrôle d'une entreprise dans laquelle les compétences existent déjà, évitant ainsi la formation des collaborateurs. Cette prise de contrôle est financée par les dispositifs classiques de financement d'acquisition d'entreprises. Mais lorsqu'il s'agit d'une évolution nécessaire pour s'adapter aux besoins du marché, sans acquisition, et gérée à périmètre constant de l'entreprise (par exemple à effectif constant) les dispositifs classiques de financement précités ne sont pas opérants pour obtenir les savoirs nécessaires à la transformation. Or les entreprises sont régulièrement confrontées à des évolutions. Si celles-ci veulent rester compétitives, elles doivent faire évoluer leurs outils de production, leurs organisations ainsi que les compétences, les savoirs de leurs salariés. Une importante partie de leur transformation pour s'adapter à ces évolutions repose sur leur capital humain et donc les savoirs des collaborateurs de l'entreprise.

La France n'est pas démunie face à la problématique du financement du capital humain. Pour autant les outils qui le financent ne sont pas aujourd'hui identifiés en tant que tels, tant dans l'imaginaire collectif, que par le monde institutionnel et financier. Par conséquent leurs articulations, avec les outils de la finance sont, à ce jour, quasi inexistantes.

Ces outils qui financent le capital humain sont notamment les Organismes paritaires collecteurs agréés (OPCA). Ils ont en outre pour mission d'accompagner le financement de la formation professionnelle continue. Ils financent chaque année pour plus de 6 Mds euros la formation professionnelle continue.

Les ressources principales des OPCA sont issues d'une collecte à caractère obligatoire, de nature légale, et éventuellement conventionnelle ou volontaire assise sur l'ensemble des entreprises. Chaque OPCA est l'outil d'une ou de plusieurs branches. Par défaut, ce sont les OPCA interprofessionnels qui gèrent les collectes des entreprises qui ne rentrent pas dans le champ des OPCA de Branche ou interbranches. Il est à noter que la plupart des OPCA collectent à terme échu en regard de leur activité de financeur et seuls certains d'entre eux procèdent par des appels de fonds anticipés. Plus précisément, au cours d'une année n , l'OPCA finance une action de formation dont il percevra la ressource correspondante qu'au cours du 1er trimestre de l'année $n+1$. Dans une certaine mesure les OPCA fonctionnent comme des organismes de crédit puisque comptablement ce sont eux qui avancent aux entreprises l'argent des actions de formation qu'elles mettent en œuvre.

La formation professionnelle étant un droit, l'ensemble des salariés d'une branche couverte par un OPCA a le droit de suivre une formation. Dans les faits, seule une partie d'entre eux, chaque année, part en

formation. Or chaque année, les OPCA engagent quasiment l'intégralité de leurs collectes. Certaines formations sont comptablement à cheval sur plusieurs années. Il est donc nécessaire pour les OPCA de provisionner les dépenses à venir pour garantir le financement de la formation et garantir ainsi la sécurisation des parcours professionnels des salariés. Par ailleurs, si tous les salariés d'une branche partaient la même année en formation, compte tenu du coût moyen d'une formation, les OPCA ne pourraient pas assurer le financement de toutes les demandes. Pourtant les OPCA financent souvent les demandes de formation au-delà des ressources de la branche. Cela repose sur un système de mutualisation du « risque » formation, identique à celui des mutuelles et des institutions de prévoyance pour les remboursements des soins et des services. A la différence que les OPCA ne perçoivent pas les cotisations en amont du cycle mais en aval. Dans une mutuelle ou une prévoyance le premier bénéficiaire du service est l'individu et par externalité positive la société en général. S'agissant des OPCA, les bénéficiaires sont doubles. D'une part, l'individu qui, grâce à l'action de formation, développe ses compétences et, de façon induite, maintient ou augmente son employabilité. D'autre part, l'entreprise qui, par l'acquisition des nouvelles compétences de son salarié, voit son "capital humain" s'adapter et se développer. In fine, le financement de la formation professionnelle est une action de financement du capital humain.

A côté des services financiers classique et bien connu destiné à soutenir le développement et les investissements des entreprises, il y a ceux moins visibles, permettant d'agir sur l'optimisation du capital humain des entreprises qui sont proposés par les OPCA. Dans leurs usages, nous pouvons constater que ces services sont utilisés indépendamment les uns des autres, sans interaction. Ces deux types de services fournis par les banques..., et les OPCA, fonctionnent chacun avec des règles et des temporalités qui ne connaissent pas d'intersection naturelle. Pour autant, ils agissent, chacun à leur manière, sur l'entreprise en permettant son développement et sa compétitivité. L'absence de coordination entre ces outils peut laisser supposer un manque d'optimisation des moyens. Ce mode de fonctionnement ne permet pas la maximisation rationnelle des moyens et de leur efficacité dans l'intérêt des entreprises, et plus généralement dans l'intérêt de l'économie nationale pour sa production de valeurs au bénéfice tant de la société que de la compétitivité économique des entreprises.

Finalement, nous ne pouvons que constater, aujourd'hui, une désynchronisation des moyens financiers qui vont agir sur le capital (machine, etc.) et de ceux qui vont agir sur le capital humain. Pourtant les outils existent.

Une proposition consisterait à mieux coordonner les moyens financiers en installant un dialogue. Il s'agirait d'articuler plus efficacement la nature de ces financements. Cela devrait passer par des coopérations accrues entre les OPCA en tant que financeurs du capital humain et les banques, qui soutiennent le développement économique. Compte de tenu des enjeux de société que cela représente, nous pourrions imaginer d'impliquer au sein de ce couple d'acteurs la Banque Centrale Européenne pour soutenir la compétitivité des pays en agissant sur le capital et le capital humain. Ce renforcement du capital humain par la formation permettrait également le développement de la mobilité des citoyens européens. Cette coopération pourrait s'inscrire dans une politique publique mise en œuvre par l'Etat ou les Régions visant à renforcer l'emploi, la compétitivité et la formation.

LETTRE À MONSIEUR EMMANUEL MACRON, PRESIDENT DE LA REPUBLIQUE FRANÇAISE,

GREGOIRE SENTILHES, *Président de NEXTSTAGE AM, Président de CITIZEN ENTREPRENEURS & du G20 des Entrepreneurs en France*

LE 2 OCTOBRE 2017

Le Gouvernement dispose d'une fenêtre de tir courte : 6 - 12 mois (d'ici Décembre 2017 – Mai 2018), pour créer un électrochoc de compétitivité, et ré-inverser sur le plan économique, la dynamique de croissance de l'économie française toujours à la traîne, en particulier en matière de création d'emplois :

- 9.2% de taux de chômage et 24.7% de taux de chômage chez les jeunes de -25 ans contre respectivement 3.9% de taux de chômage en Allemagne (qui vise désormais le plein emploi) et 6.9% de taux de chômage chez les jeunes de moins de 25 ans.

Les baisses de charges nécessaires (taux de marge des entreprises à 30 % en France, en comparaison avec l'Allemagne et l'Italie qui se situent à 40 %, soit près de 10% de différence) et les économies au niveau de la baisse des charges de l'Etat (57% en France contre 46% en Allemagne) seront longues, coûteuses socialement et difficiles à obtenir et à réaliser pour le nouveau Gouvernement, malgré une majorité forte à l'Assemblée nationale.

I. CONTEXTE DU "SCALE-UP" ET IMPACT DU SOUS-INVESTISSEMENT DE L'ÉPARGNE FRANÇAISE DANS SON ECONOMIE REELLE :

Paradoxalement, il existe en France une épargne longue considérable 3 500 B€ au total (dont 1 650 B€ assurance-vie et 19% seulement investis en actions (12% des actifs en Euros & 47% des UC) dont 1 300 B€ en fonds en €, 300 B€ livret A, 200 B€ en Contrats de capitalisation, 125 B€ d'Épargne Salariale, 57 B€ au titre de l'Article 83, 4B€ en PEA PME...) dont une partie infime seulement (< 1% vient s'investir dans l'économie réelle au travers du capital-investissement et de la bourse (Alternext – Eurolist B & C). Au travers de la BPI depuis 2012, la France est allée au bout de ce que l'Etat pouvait faire directement sur l'écosystème qui va des startups aux grandes ETI. L'enjeu est désormais le levier constitué par les Français comme les institutionnels (assureurs, caisses de retraites...) et acteurs du marché de l'épargne (banques, banques privées, CGPI, courtiers...)

La France prend mieux soin désormais de ses startups et c'est une excellente chose mais nous ne savons pas les faire grandir à l'échelle du monde, comme les Etats-Unis, ou la Chine, et plus encore pour les Entreprises de Taille Moyenne comme l'Allemagne et c'est tout l'enjeu du "Scale up" (Dan Isenberg - Harvard Business Review - 2015), car nous ne pouvons plus nous occuper exclusivement de ceux qui "naissent " ou sont déjà des acteurs du CAC 40, nous devons faire grandir de manière rapide, agile et solide tous ceux qui en ont le potentiel.

L'enjeu clé est celui de l'investissement privé qui, seul, est en mesure d'offrir des marges de manœuvres importantes et rapides. Pour mémoire, selon l'étude EY pour le G20 YEA au Mexique en 2012, lorsque les Etats-Unis financent à hauteur de 79 % leur économie par de l'investissement en Equity (41% par le marché boursier, 21% par le capital-investissement, 17% par l'investissement en direct), la France finance son économie seulement à hauteur de 8% par l'investissement (7% par le capital investissement, 1% par le marché boursier), et à 92% par la dette. Soit un écart de 1 à 5.5 sur l'investissement en PE et

investissement direct et, de 1 à 41 sur l'investissement sur le marché boursier, une situation qui n'est pas tenable durablement si la France veut pouvoir retrouver une place parmi les 5 pays les plus puissants du monde et faire émerger des champions de l'économie du 21ème siècle et pas seulement des startups cotées au Nasdaq, ou revendues trop vite et trop tôt à de grands acteurs américains ou chinois, comme c'est le cas beaucoup trop souvent actuellement.

La France dont la compétitivité mesurée par la balance de son commerce extérieur dont le déficit s'accroît de manière alarmante (-34 B€ sur les six premiers mois 2017, contre +274 B€ pour l'Allemagne et + 45 B€ pour l'Italie en 2016) ne peut plus continuer à opérer ainsi dans une économie à la fois mondialisée et ultra compétitive, en particulier lorsque d'une part les entreprises de taille moyenne deviennent le poumon de la performance économique des grands pays développés (cf Rapport Mc Kinsey Institute, en Allemagne, Italie, Chine..) et que des nouveaux acteurs sont capables d'émerger à l'échelle du monde en l'espace de 10 à 20 ans (Google, Facebook, Amazon, Tesla, Alibaba, Tencent), ce qu'interdit actuellement la structure de financement et la fiscalité qui sont au cœur de l'économie française.

L'impact est majeur sur 3 axes :

- La France investit trop peu dans sa croissance, dans la transformation de son industrie et dans sa compétitivité (à l'exception des grandes entreprises du CAC 40), le reste de l'économie française (de la startup à l'ETI) est peu et très insuffisamment irriguée en fonds propres (capital-investissement et marché boursier), or on ne finance pas la croissance par de la dette. Et la France maîtrise de moins en moins bien le capital de ses plus grandes entreprises (hier : Pechiney, PSA, Arcelor ; demain Danone, Airbus, Essilor, ...). Résultat, la France qui a un rapport pathologique avec le risque (principe de précaution inscrit dans la constitution sous le président Jacques Chirac) comme avec l'Europe, comme avec la mondialisation, n'a pas été en mesure, depuis 40 ans, d'investir et de tirer avantage au niveau de son économie réelle, ni de son épargne longue ni des possibilités de croissance offertes par le marché européen comme par la mondialisation de l'économie particulièrement favorables aux PME & ETI.

Elle a par le passé raté, par manque de réformes et de courage, l'essentiel de la reprise de l'économie mondiale depuis 2011 et doit anticiper d'éventuelles cassures de marché à venir, alors que avec 6 ans de croissance continue du cycle d'expansion, nous entrons sans doute dans de nouvelles phases.

- La France peine à faire émerger de nouveaux champions (40% des entreprises du Fortune 500 aux USA n'existaient pas en 1975 (Apple, Microsoft, Google, Facebook, Amazon...), alors qu'au CAC 40, seuls Gemalto et Free n'existaient pas en 1975. Une Entreprise de taille moyenne allemande réalise 108m€ de CA, emploie 450 personnes. Une ETM Française réalise 46 m€ de CA et emploie 180 personnes. L'Allemagne compte 375 000 entreprises exportatrices (+ 275 B€ balance positive des exportations dont 88% réalisées par le Mittelstand), l'Italie compte 240 000 entreprises exportatrices (balance des exportations + 45B€ dont 90% réalisées par les ETM italiennes) et la France compte seulement 125 000 entreprises exportatrices (balance des exportations – 70 B€). Les ETM en Allemagne emploient 9.4 millions de salariés en 2012 et près de 12 millions en 2016 (source : Chambres de commerces allemandes Juin 2017), contre 6.5 millions de salariés en France pour les Entreprises de taille moyenne.
- Depuis 40 ans, la France a gelé progressivement l'orientation de son épargne longue vers la dette, au travers de "silos" fiscaux « verticaux » (assurance-vie, PEA PME, livret A ...) d'une rare complexité réglementaire (code des assurances, régime de la sécurité sociale, ACP, AMF, fiscalité...). Leur imbrication est telle que rares sont les acteurs publics, professionnels et individuels, susceptibles de la comprendre et la maîtriser avec une bonne vision d'ensemble, une

absence de lisibilité qui constitue un défi à notre intelligence collective. Avec un niveau de fiscalité élevé sur l'investissement en capital donc en actions, cette épargne s'est investie bien trop peu dans l'économie réelle. Par ailleurs, elle rapporte peu compte tenu de la baisse des rendements obligataires (1.8% de rendement du contrat en Euro pour l'Assurance-vie, alors que le rendement de l'épargne est sans doute le 2ème élément le plus important dans le niveau de vie des Français après les salaires. Cela a fait, de plus, émerger progressivement un risque systémique majeur au niveau du bilan des assureurs (80% des contrats en Euros €, contre seulement 20% à peine en Unités de Compte UC), dont l'ACP, la Banque de France comme le Trésor se sont émus officiellement depuis maintenant 18 mois, comme pour les gestionnaires des systèmes de retraite par répartition qui se voit empêchés d'investir autant en actions qu'ils le souhaiteraient (cf décret d'application limitant la part d'actions du 8 mai 2017 , et par ailleurs, rapport de René Ricol au Président de la République en 2015 sur l'enjeu de l'investissement en action des caisses de retraites et des mutuelles liées au régime de la sécurité sociale). Encore près de 30% des contrats d'épargne salariale sont alloués en produits monétaires à rendement quasi nul. A ceci, s'ajoute l'enjeu de la retraite pour les Français dont les taux de couverture ont progressivement basculé de 75% à 50% et bientôt 25%. A raison, les Français s'en inquiètent et épargnent beaucoup mais en retirent un rendement faible, et l'allocation actuelle de leur épargne longue ne leur permet pas de préparer l'avenir.

Ce déséquilibre (obligations & monétaires / actions) déconnecte progressivement les Français du lien que constitue l'investissement en actions, avec l'économie réelle. Cela était dû non seulement à une fiscalité punitive sur les plus-values en actions favorisant une économie de la rente, mais aussi à une pédagogie, au niveau de l'éducation nationale comme dans les médias, particulièrement faible et trop souvent purement idéologique, et dénuée de toute rigueur économique en lien avec des faits objectifs.

L'ensemble a abouti également à un niveau historiquement faible, en 2017, du nombre de Français actionnaires et une aversion au risque culturellement historique au niveau des grands investisseurs institutionnels français dans l'ensemble, vis-à-vis des actions en général et plus encore, en capital investissement. Pourtant la performance moyenne (chiffres EY & AFIC) sur 10 ans est de 8.7% de TRI net, soit plus du double de celle du CAC 40 (3.9%) ou de l'Immobilier (4.1%) , et une volatilité deux fois plus faible, une réalité parfaitement intégrée tant par les grands investisseurs privés que par les grands investisseurs institutionnels étrangers (les fonds de pension anglo-saxons se situent désormais entre 6 et 10 % d'allocation d'actifs en capital investissement contre < 1% en France pour les institutionnels) . La faible exposition en actions des assureurs dans les fonds euros a été amplifiée suite à la mise en place de la réglementation (coût en capital des actions très dissuasif en Solvabilité 2, ayant conduit à une réduction de l'exposition actions de plus de 29Mds€.

Non seulement, l'épargne française n'est ni productive ni performante, mais elle investit peu et mal à la fois dans la transformation de nos entreprises et dans le scale up dont elles ont besoin pour se mondialiser, mais elle prépare peu et mal les besoins de financements de la retraite en France au moment où la pyramide des classes d'âges s'inverse suite à la fin du Baby-Boom des années 1945 -1975.

II. PLAN D'ACTION POUR LA CROISSANCE, POUR L'EMPLOI, ET POUR LA RENTABILITE DE L'EPARGNE LONGUE DES FRANÇAIS :

A) UNE ACTION CLAIREMENT CENTREE SUR UN PERIMETRE CLAIR ALLANT DES STARTUPS AUX GRANDES ETI, NON COTEES ET COTEES :

Les entrepreneurs de la Startup aux grandes ETI sont les plus grands créateurs d'emplois (88 % des emplois créés en France sur les 20 dernières années, dont 57 % créés par les 5 % d'entrepreneurs

ayant grandis le plus rapidement) et donc toute la dynamique de l'investissement dans ces entreprises de la startup à l'ETI, qui contribuent non seulement à faire émerger des startups, mais aussi qui est l'enjeu clé à faire émerger des champions de l'économie du 21^{ème} siècle, en particulier au niveau des ETM (Entreprises de Taille Moyenne) qui sont le maillon faible de l'économie française (4 500 ETI contre 12 800 ETI en Allemagne), et sont capables de changer la donne économiquement avec, notamment les créations d'emplois.

C'est donc sur l'écosystème qui va de la startup à l'ETI non cotées et cotées (le "hors CAC 40") qu'il convient de concentrer les efforts d'investissement en capital.

Pour mémoire, L'Allemagne comme la Corée du Sud qui ont des taux de robotisation de leur industrie les plus élevés au monde sont aussi deux des pays où le taux de chômage est le plus faible.

Le taux « d'industrie » dans le PIB de la France ne représente plus que 12% du PIB, contre 22% en Allemagne et 16% en Europe.

L'enseignement est clair, la croissance comme la création d'emplois viennent de l'investissement dans la transformation, tant dans l'innovation autour du digital que de la robotisation ou de l'intelligence artificielle, comme de l'investissement vers l'écosystème qui va des startups aux ETI les plus dynamiques et capables de grandir à l'échelle du monde.

B) OBJECTIF :

La France, pour revenir dans la compétition, doit se fixer comme objectif d'atteindre rapidement dans les 5 ans :

- **Une taille du capital-investissement de 35 B€/ par an (contre 14 B€ en 2016, soit + 20 B€),**
- **Développer le marché de l'investissement en direct (business angel & crowdfunding + 5 B€, qui est sous-développé en France alors qu'il représente 17% du financement de l'économie aux Etats-Unis)**
- **Un marché primaire d'actions sur Euronext porté à 15B€ (contre 1.3 B€ en primaire en 2015, contre 77 B\$ au Nasdaq la même année).**
- **Un PEA PME élargi et porté de 4 à 14 B€ (+10 B€)**
- **Soit un total de + 50 milliards € en sus venant s'investir sur le segment le plus dynamique et le plus créateur d'emplois de l'économie française**
- Cet investissement considérable en apparence permettrait juste à la France de se mettre ainsi au niveau des États-Unis et de la Grande-Bretagne, ou de la Chine. Il s'agirait là d'une mise à niveau mais pas d'un rattrapage.
- L'autre objectif doit être de « dégeler » de manière incitative et pédagogique, l'épargne des Français et redresser la rentabilité de l'épargne longue à la fois pour leur redonner de la valeur à leurs retraites en particulier et aussi le gout du risque et la re-connection avec l'investissement en actions dans les startups, PME, ETI les plus dynamiques, qui se situent sur l'ensemble du territoire français et qui sont le cœur de l'économie réelle comme d'une partie de notre avenir.

De manière à avoir un impact fort et rapide, le plan d'action du Gouvernement de l'orientation de l'épargne longue vers l'investissement dans l'économie réelle (startups à grandes ETI non cotées et cotées) est non pas de rester cloisonné dans des catégories administratives PME et ETI (qui ne prennent pas en compte l'évolution parfois rapide de ces acteurs économiques agiles). Ce plan doit avoir pour objectif de favoriser massivement le rattrapage du capital- investissement de la France / Etats-Unis (rapport de 1/5.5) mais aussi, du développement du marché boursier (Alternext –

Eurolist C) dont le manque de profondeur rend difficile l'émergence de champions à l'échelle mondiale, et ce qui le rend particulièrement vulnérable à de nouvelles crises boursières (comme par exemple, la disparition du Nouveau Marché, en France comme celle du « Neuer Market » en Allemagne, suite à la crise de 2000 -2001).

Cette disposition aurait un triple effet positif : inciter un nombre croissant de Startups et d'ETM les plus performantes à se coter en bourse pour trouver le relais en terme de financement de leur croissance (plutôt que de partir aux Etats Unis, se coter au Nasdaq pour les plus brillantes d'entre elles) ou se vendre à l'étranger, favoriser l'émergence et la dynamisation des entreprises susceptibles de devenir les champions français de l'économie du 21ème siècle, et rehausser ainsi la performance et donc la taille des fonds de capital-risque et de capital développement en France .

En effet à part la BPI ce qui est dommage et pas sain, rarissimes sont les véhicules d'investissement > 500M€ ce qui limite la taille des tickets investis par les acteurs privés français et constitue une situation de vulnérabilité, car les gros tickets sont à quelques rares exceptions près, exclusivement réalisés par les grands fonds étrangers (américains en particulier). De fait, ceux-ci favorisent la cotation sur le Nasdaq quand elle est possible, ou bien elle favorise la cession à des grands groupes technologiques américains ou chinois.

C) MOYENS :

A) Permettre à l'Epargne Retraite Individuelle et collective (Art 39, art 83, PEERP, PERCO...) de s'investir en actions (cotées) et en capital investissement pour la rendre attractive et performante : celle-ci ne doit pas être réservée à des cadres dirigeants ou à des solutions de retraite collective, mais elle doit être accessible à tous. Elle doit permettre également de compléter une retraite par répartition dont les taux de couverture ne cessent de se dégrader avec le temps.

a) Recommandation Stratégique pour booster, sensibiliser et accélérer son orientation, tout en la rendant très attractive pour toutes les catégories de population et très lisible :

A l'entrée : Souscription PEERP & Perco : crédit impôt de 50%, au lieu d'une déduction d'impôt, avec un plafond à définir de manière raisonnable

À la sortie : Application régime fiscal d'une flat tax à 30%

b) Technique

- 1) Possibilité de faire de l'euro-croissance dans le PERP ; pour cela il faudrait supprimer la contrainte de double cantonnement (le PERP est un canton, l'euro-croissance aussi), c'est-à-dire autoriser de mettre l'euro-croissance existant dans le PERP. Cela pourrait permettre de développer l'euro-croissance dans le PERP, produit idéal pour cela (la garantie à tout moment de l'euro n'est pas nécessaire, le contrat n'étant pas rachetable, la garantie au terme que propose l'euro croissance est suffisante).
- 2) Transfert plus-value fonds euros / fonds euro Croissance pour pérenniser dans le temps au-delà des deux ans.
- 3) Rehaussement de la grille âge/allocations UC en actions et élargissement de cette grille du PEERP à l'art. 83 et au MADELIN.

-
- 4) Promulguer un Article 39 avec Droits acquis
 - 5) Contrats de capitalisation : ceux-ci devraient permettre l'investissement et le co-investissement en non coté
 - 6) Abroger le décret du 9 mai 2017 rendant impossible aux caisses de retraites et de mutuelles dépendant du régime de la sécurité sociale, de réaliser des investissements en capital investissements et en action
 - 7) Permettre aux acteurs gérant les retraites et mutuelles pour le compte de la fonction publique (ERAFP (28 B€) / IRCANTEC (10 B€) ...) de pouvoir passer leur allocation en capital-investissement et en actions à 50% afin d'accroître leur exposition / PME & ETI et améliorer leur performance en termes de rendement.

B) Epargne Salariale (130 B€) & PERCO (15 B€) : elle constitue depuis le Général de Gaulle un outil puissant à la fois d'association des salariés aux résultats mais aussi d'alignement des intérêts entre l'ensemble des salariés et actionnaires de l'entreprise. Elle représente aujourd'hui près de 120 B€ et ne cesse de progresser. Elle devrait être obligatoire et généralisée à toutes les entreprises réalisant des profits.

- 1) Passer le seuil des FCPE de 10 % à 30 % susceptibles d'investir en actions et en capital investissement afin de faire sauter la barrière constituant un plafond « prudentiel » à leurs investissements.
- 2) Renforcer la promotion de l'épargne salariale auprès des entreprises françaises et en particulier des PME et ETI car seules 30 % en sont actuellement bénéficiaires.

C) Assurance-Vie (1 650 B€ dont 1 300 B€ en contrats en Euros, 300 B€ en UC) et contrats de capitalisation.

Elle est la principale poche d'épargne financière des Français, mais elle s'investit bien trop peu dans l'économie en actions (19%, et 21 % pour les contrats de + de 150k€) et encore moins en non coté (> à 1%).

Les souscriptions en capital investissement au sein de l'assurance vie, sont le fait avant tout des clients les plus fortunés ayant décidés de ne pas quitter la France ou qui le font au travers du Luxembourg, et qui représentent 1% des clients mais 25% des encours, soit plus de 400 B€ sur 1 650 B€. Ce sont ces clients-là qui, aujourd'hui, investissent le plus en actions et en non coté. Le gouvernement cherche à "dégeler" cette poche d'épargne essentielle que constitue l'assurance-vie pour orienter son investissement vers l'économie réelle, si possible en faisant un outil haut de gamme, réservant la partie plus grand public en matière d'investissement en action à l'Epargne Salariale et à l'Epargne retraite collective.

Le principe de la Flat Tax de 30% est retenu pour l'assurance-vie (pour les clients disposant d'un encours supérieur à 150k€, et qui représentent près de 60% des encours totaux) avec pour objectif de "dégeler" une partie de l'épargne souscrite en assurance-vie. Paradoxalement, les investisseurs en assurance-vie, les plus enclins à investir en actions non cotées, en particulier, sont sur ce segment-là. Il pourrait être envisagé que les contrats d'assurance-vie exposés en UC et/ou investis en Euro croissance avec une proportion minimale investie en actions et en non cotés, puissent, sous réserve d'une détention sur

une période longue d'au moins 8 ou 10 ans, bénéficiant d'une fiscalité réduite par rapport aux 30%. En complément, un mécanisme de transfert type Fourgous vers ces contrats exposés en UC et ou en Euro Croissance permettrait d'accentuer la contribution des stocks existants de l'assurance-vie vers le financement en actions de l'économie réelle. En procédant ainsi, le gouvernement serait en mesure d'orienter rapidement une partie significative 3 à 6 % de ces 400B€, soit de 12 à 24 B €, et peut-être au-delà sur les 1650 B€, vers l'investissement en actions et en non cotés, et réaliser ainsi une partie importante de son objectif de son plan pour la croissance et pour l'emploi.

Pour contribuer à favoriser le développement du private equity dans l'assurance-vie, auprès du plus grand nombre, il pourrait être envisagé de procéder à quelques aménagements techniques sur l'offre UC actuelle en capital investissement (seuil des 30% ...), ainsi que la création d'un nouveau type d'unité de compte accessible au grand public, l'organisme de placement collectif en capital-risque ou OPCR, à l'image du succès des OPCI en immobilier, qui répondent à une demande importante du marché.

D) PEA PME :

Près de 5 ans après son lancement, le PEA PME ne représente que 4 B€ et dont près de 50% vont s'investir à l'étranger en particulier en Allemagne tant les mesures prévues par le législateur ont été contraignantes, tant pour les investisseurs (absence de sous-jacent « rétréci » par les contraintes règlementaires, nécessité de caper voire de fermer les PEA PME, le plus gros gérant 800M€, et le 2^{ème} gérant 320M€) que pour les entreprises sous-jacentes (impossibilité, contrairement au CAC 40, d'investir dans une entreprise dont plus de 25 % du capital est détenu par les entrepreneurs...)

L'Italie a lancé l'équivalent du PEA PME début 2017, avec une dimension clé, acceptée par Bruxelles, à savoir 70% au moins de l'investissement devant être réalisé dans des PME & ETI italiennes. La France devrait s'appuyer sur la réussite et l'expérience du PIL en Italie pour refondre le PEA PME et en faire un grand véhicule d'épargne des Français investissant dans les PME et ETI, capables de passer de 4 à 10 Milliards € en capitaux gérés.

E) FCPI FIP/ IR

Après la suppression de l'ISF qui représente une avancée majeure pour la compétitivité fiscale des entrepreneurs comme des entreprises en France (mais qui représente 1 B€ d'investissement vers les PME en moins à partir de 2018), il ne reste que l'IR qui a représenté près de 500M€ en 2017. La recommandation sur cet outil IR, lancé par DSK en 1997, qui est copié en Europe (UK, Pays Bas...) et qui a la vertu pédagogique de sensibiliser les particuliers et le grand public et d'investir des petits tickets dans un nombre important de start up et de PME, de passer la déduction d'IR de 18% à 30% et le plafond de 10 000€ à 20 000€/ personne.

F) ISF et désormais IFI

La transformation de l'ISF en l'IFI a pour objectif de permettre une gestion de l'épargne dynamique favorisant l'investissement dans l'économie réelle et mettant fin à la « glaciation » de l'épargne.

Dans les réflexions actuelles, il est souvent évoqué le fait que les mécanismes qui sont actuellement appliqués à l'ISF s'appliqueraient à l'IFI.

L'objectif ne peut être atteint que si le plafonnement de l'IFI est modifié, de telle sorte qu'il ne

prenne pas en compte les revenus et plus-values issus du patrimoine financier. En effet, les contribuables soumis au plafonnement, même s'ils ne sont pas les plus nombreux, sont les plus susceptibles d'investir dans les entreprises françaises car ils représentent les plus gros patrimoines.

Les investissements à long terme dans l'économie française seront réalisés par les gros contribuables, lesquels possèdent aussi de l'immobilier et ne voudront pas modifier la structure patrimoniale, s'ils sont taxés à 75% dès le 1^{er} euro.

Pour rappel, le plafonnement ISF prévoit que le total des impôts (ISF inclus) ne peut pas dépasser 75% des revenus (tous types de revenus : salaires, revenus fonciers, revenus et plus-values issus du patrimoine financier, etc) ; l'ISF est réduit à due-concurrence pour que le total des impôts ne dépassent pas ce seuil de 75% des revenus.

Pour les patrimoines conséquents pouvant bénéficier du plafonnement, si les règles de calcul du plafonnement ne sont pas modifiées, tout mouvement sur le patrimoine financier engendrerait une hausse de l'IFI équivalent à une imposition à hauteur de 75% des revenus financiers, ce qui contraindrait ces grandes fortunes à ne pas modifier leur organisation patrimoniale actuelle et ne les inciterait donc pas à investir davantage dans l'économie et le développement des entreprises françaises.

Par conséquent, pour être efficace, il faudrait que les revenus et plus-values issus du patrimoine financier soient exclus du calcul du plafonnement de l'IFI : le total des impôts (IFI inclus) ne pourrait pas dépasser 75% des revenus, revenus[1] et plus-values[2] issus du patrimoine financier exclus.

En parallèle, il serait cohérent que, pour le calcul du total des impôts entrant dans ce calcul du plafonnement, ne soient pas pris en compte les impôts payés sur les revenus et plus-values issus du patrimoine. A ce titre, il conviendrait de **calculer un impôt sur le revenu théorique[3]**, excluant les revenus et plus-values issus du patrimoine financier.

En conclusion, dès lors que l'IFI exclut le patrimoine financier de l'assiette du patrimoine taxable, il convient d'exclure dans le calcul du plafonnement l'ensemble des revenus et impôts issus du patrimoine financier.

[1] Revenus issus du patrimoine financier = dividendes, intérêts, produits lors de rachat sur des contrats d'assurance-vie ou de capitalisation, etc

[2] Plus-values de cession de valeurs mobilières

[3] Le principe du calcul d'un impôt théorique est similaire au calcul de l'ISF théorique qui s'ajoute au passif de l'ISF, avant de recalculer l'ISF réel.

Par ailleurs, confirmer que la flat tax à 30% s'applique pour les détenteurs de carried interest/ acteurs de l'industrie du capital investissement & private equity afin d'engager un mouvement de « ré-impatriation » des équipes du capital investissement parties à Londres, aux Etats Unis, en Belgique, en Suisse ou au Luxembourg, vers la France et sécuriser l'interprétation de la fiscalité sur le carried et renforcer la lisibilité de la compétitivité en France autour de l'industrie du capital investissement.

PLAN DE SENSIBILISATION, DE PEDAGOGIE ET DE COMMUNICATION VIS-A-VIS DE L'ENSEMBLE DES FRANÇAIS :

- 1) Renforcer l'enseignement de la micro-économie, de l'investissement, de la gestion, de l'innovation et de l'entrepreneuriat à l'école, lycées et universités, y compris au travers de la mise en place de MOOC sur l'entrepreneuriat, sur l'investissement et sur l'épargne longue.
- 2) Mettre en place également en partenariat avec les acteurs de l'écosystème entrepreneurial français et de la gestion (Medef, 100 000 Entrepreneurs, Citizen Entrepreneurs, Croissance Plus, CJD, AFIC, Réseau Entreprendre, AFG) des partages d'expériences entre entrepreneurs et investisseurs dans les écoles, comme dans les lycées, les universités et les grandes écoles.
- 3) Plan communication Q1 2018 « Tous entrepreneurs et capital patience » pour rendre pédagogique l'action du gouvernement et du marché.
- 4) Grande campagne innovante de sensibilisation, de formation (MOOC), de jeux concours sur mobile et de communication public/privé sur le cercle vertueux : rentabilité de l'épargne longue, investissement en capital patience dans l'économie réelle (start up - grandes ETI), création d'emplois partout en France et balance exportation, compétitivité et préparation active et vertueuse de la retraite.
- 5) Partenariats publics-privés pour lancer, dès début 2018, plusieurs projets avec grands acteurs privés (assureurs, gestionnaires actifs, CAC 40, caisses de retraite privées et publiques...) investissant et lançant de nouvelles formes d'épargne longue dans l'économie réelle.
- 6) Rendre public dans le rapport annuel des grandes institutions financières (banques, assurances, caisses de retraites... & CAC 40) les montants, les % de la gestion d'actifs investis en actions et en capital investissement, la performance et les emplois créés en France d'une part, et d'autre part, de rendre obligatoire la certification des acteurs de la gouvernance en matière d'épargne, en matière d'investissement, en actions et en capital-investissement afin que le principe de précaution ne prenne plus jamais le pas en France sur la gestion du risque et de la performance.

Fidèlement,

Grégoire SENTILHES