

N° 212

SÉNAT

SECONDE SESSION ORDINAIRE DE 1986-1987

Annexe au procès-verbal de la séance du 6 mai 1987.

RAPPORT

FAIT

au nom de la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation, (1) sur le projet de loi, ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE. APRÈS DÉCLARATION D'URGENCE, sur l'épargne.

Par M. Jean CLUZEL,

Sénateur.

TOME I

EXPOSÉ GÉNÉRAL

(1) Cette commission est composée de : MM. Christian Poncelet, *président* ; Geoffroy de Montalembert, *vice-président d'honneur* ; Michel Durafour, Jean Cluzel, Jacques Descours Desacres, Tony Larue, *vice-présidents* ; Emmanuel Hamel, Modeste Legouez, Louis Perrein, Robert Vizet, *secrétaires* ; Maurice Blin, *rapporteur général* ; MM. René Ballayer, Stéphane Bonduel, Raymond Bourguine, Roger Chinaud, Maurice Couve de Murville, Pierre Croze, Gérard Delfau, Jacques Delong, Marcel Fortier, André Fosset, Mme Paulette Fost, MM. Jean Francou, Henri Goetschy, Georges Lombard, Roland du Luart, Michel Manet, Jean-Pierre Masseret, Josy Moinet, Jacques Mossion, Lucien Neuwirth, Jacques Oudin, Bernard Pellarin, Jean-François Pintat, Mlle Irma Rapuzzi, MM. Joseph Raybaud, René Regnault, Robert Schwint, Henri Torre, André-Georges Voisin.

Voir les numéros :

Assemblée nationale (8^e législ.) : 443, 618, 621 et T.A. 92.

Sénat : 195, 204 et 215 (1986-1987).

Epargne.

SOMMAIRE

	Pages
Avant-propos	7
Première partie : L'environnement du projet de loi	9
Chapitre premier : Les évolutions récentes de l'épargne en France	10
I - Les épargnants	11
A. L'épargne des ménages	11
B. L'épargne des entreprises	15
II - La nouvelle orientation des placements	19
A. Le constat	19
B. Les causes	22
Chapitre II : Les transformations du système financier	29
I - La modernisation du marché financier	29
A. L'expansion quantitative du marché	29
B. Les innovations institutionnelles	34
C. Les innovations financières	40
II - Les mutations du circuit financier	45
A. La présentation traditionnelle	46
B. La progressive caducité de cette présentation	48

	Pages
Deuxième partie : Les enjeux du projet de loi	53
Chapitre premier : Les difficultés des régimes de retraite	54
I. - Historique : la diversité et la complexité du système français des retraites.....	54
A. Il faut attendre 1930 pour trouver l'origine véritable du système actuel.....	54
B. Après 1945, le système est réorganisé sur des bases nouvelles.....	57
C. Cette évolution se traduit par une mosaïque de régimes.....	61
II - L'avenir des retraites.....	64
A. Le défi démographique.....	64
B. Le défi financier	67
C. Quelles solutions pour maîtriser la charge financière des retraites ?.....	70
III - Développer l'épargne longue en vue de la retraite.....	74
A. Les retraites privées par capitalisation : des modalités	74
B. Les retraites privées par capitalisation : elles intéressaient seulement des ménages aisés	75
C. Les sommes collectées par capitalisation restent modestes	76
IV - Une forme d'épargne longue qui a réussi : les "Individual Retirement Accounts" américains ou comptes d'épargne individuelles pour la retraite.....	78
A l'O.A.S.I. ou assurance vieillesse et réversions est le régime légal de base.....	78
B. Les régimes complémentaires facultatifs.....	79
C. Une nouvelle forme d'épargne longue : les I.R.A. ou comptes d'épargne individuels pour la retraite.....	80
Chapitre II : La transmission d'entreprise	87
I - Difficultés et enjeux de la transmission	87
A. La transmission : une période cruciale	88
B. La transmission une actualité grandissante	89
C. La transmission : un enjeu capital	92
D. La transmission doit être mieux préparée.....	94

	Pages
II - Le rachat d'une entreprise par ses salariés	97
A. Dans les pays anglo-saxons	97
B. En France	103
C. Appréciation générale du dispositif de 1984	117
Chapitre III : Favoriser l'association des apporteurs de capitaux et des salariés	121
I - Historique de la participation financière des salariés	123
A. Le partage des résultats de l'entreprise	123
B. Le partage du capital	128
C. Une tentative originale : les fonds salariaux	131
II - Vers une adaptation de la législation	133
A. Un impératif économique	133
B. Un texte de synthèse : l'ordonnance du 21 octobre 1986	134
C. Le nécessaire aménagement du régime des "stocks options"	136
Chapitre IV : La fiscalité de l'épargne	138
I - Le régime des principaux pays industrialisés	139
II - La situation française	143
Chapitre V : L'évolution des caisses d'épargne et de prévoyance	146
I - L'organisation du réseau	147
A. Des origines à la loi du 1er juillet 1983	147
B. L'apport de la loi du 1er juillet 1983	151
II - Les difficultés du réseau	156
A. Evolution de l'ensemble des ressources	156
B. La collecte au titre des livrets A	158

	Pages
Chapitre VI : Le marché à terme d'instruments financiers	161
I - Nature et utilité des marchés à terme d'instruments financiers (MATIF)	162
A. Les fonctions d'un MATIF	162
B. La nature d'un MATIF	168
II - L'organisation du MATIF de Paris	173
A. Les opérations traitées sur le MATIF	173
B. Les autorités du marché	174
C. Le déroulement d'une opération	174
D. L'évolution du MATIF	175
Troisième partie : Les apports du projet de loi	177
I - Le projet de loi initial	178
A. Le plan d'épargne en vue de la retraite	178
B. Le rachat d'entreprise par ses salariés	185
C. Les options de souscription d'actions	189
D. La fiscalité de l'épargne	190
E. La banalisation des caisses d'épargne	195
F. La fiscalité des opérations à terme	199
G. L'instauration d'un marché des prêts de titres	200
H. Les mesures diverses	202
II - Les apports de l'Assemblée nationale	205
A. Apports sur les domaines initiaux du texte	205
B. L'abaissement du taux de l'impôt sur les sociétés	210

III - Les propositions de la Commission des Finances du Sénat	213
A. Sur le plan d'épargne en vue de la retraite.....	213
B. Sur le rachat d'entreprise par ses salariés.....	215
C. Sur la fiscalité de l'épargne	216
D. Sur les prêts de titres et la fiscalité des opérations à terme.....	217
E. Sur la banalisation des caisses d'épargne	218
F. Sur "les mesures diverses"	218
G. Une proposition nouvelle : favoriser la transmission d'entreprises en difficulté	219

AVANT-PROPOS

Mesdames, Messieurs,

Le projet de loi sur l'épargne a été déposé sur le bureau de l'Assemblée nationale le 20 décembre 1986. Il comprenait alors cinq chapitres et vingt-deux articles.

Le 12 mars 1987, le Gouvernement a ajouté une lettre rectificative à ce projet de loi, le complétant ainsi de cinq chapitres comprenant vingt-quatre articles.

L'Assemblée nationale a donc été saisie, les 15, 16 et 21 avril d'un projet de quarante-six articles. A l'issue de ces travaux, huit articles additionnels ont été ajoutés au texte initial.

Le Sénat est aujourd'hui saisi de ce projet de loi porté à cinquante-quatre articles.

Ce dispositif, d'une ampleur exceptionnelle, comprend trois catégories de mesures :

1) revêtant une importance décisive et impliquant des choix stratégiques pour l'avenir du système financier français,

2) de portée plus technique, mais conduisant néanmoins à de substantielles innovations,

3) enfin, d'adaptation de la législation, que l'on retrouve traditionnellement dans des textes baptisés "D.D.O.E.F." (loi portant diverses mesures d'ordre économique et financier).

Si les objectifs du projet de loi peuvent sembler quelque peu disparates, ils s'inscrivent en réalité dans le cadre d'une analyse globale de l'épargne en France.

Votre Commission des Finances se devait donc, dans un premier temps, de situer le projet dans son contexte (première partie : l'environnement du projet de loi) avant d'en envisager les enjeux (deuxième partie : les enjeux du projet de loi) pour mieux en mesurer la portée (troisième partie : les apports du projet de loi).

PREMIÈRE PARTIE

L'ENVIRONNEMENT DU PROJET DE LOI

CHAPITRE PREMIER

LES EVOLUTIONS RECENTES DE L'EPARGNE EN FRANCE

L'épargne est une notion polymorphe. Appréhendée en tant que flux, elle est la fraction des revenus non affectée à la consommation. En termes de stock, elle s'identifie au patrimoine. Elle est fréquemment assimilée à l'investissement, tant en raison d'une loi économique célèbre (l'épargne est toujours égale à l'investissement) que pour des motifs sémantiques (notions "d'épargne investie en logement" ou "d'épargne investie en actions"). L'épargne, enfin, revêt une connotation morale : depuis son origine étymologique (qui renvoie au vocabulaire guerrier, où épargner l'adversaire est un acte empreint d'humanité) jusqu'au mot de Guizot qui en fait l'une des conditions du succès individuel et collectif, le fait d'épargner est perçu comme l'apanage d'un être raisonnable qui prépare l'avenir par la renonciation au plaisir immédiat ("l'épargne est une consommation différée").

La signification économique de l'épargne repose sur le concept de flux : l'épargne est la fraction du revenu non affectée à la consommation, c'est-à-dire à l'achat de biens autres qu'immobiliers. Elle peut être le fait de tous les agents économiques : ménages, entreprises et administrations.

Pour les ménages, l'acte d'épargne a trois motivations principales :

- l'enrichissement,
- la "précaution",
- l'accumulation en vue d'une consommation impossible à réaliser immédiatement (biens semi-durables, logement).

Pour les entreprises, l'épargne est la fraction de la marge bénéficiaire après impôt non distribuée aux apporteurs de capitaux. L'investissement peut, de ce fait, être financé par l'entreprise elle-même, sans apport ou endettement extérieur (notion d'autofinancement).

Les administrations, enfin, peuvent être considérées comme épargnant la partie de leurs dépenses d'investissement non financée par l'emprunt (pour les administrations publiques locales, cette épargne nette se monterait ainsi à 49 milliards de francs en 1986, avec des investissements d'environ 106 milliards de francs et une augmentation de l'encours d'emprunts de 57 milliards de francs ; pour l'Etat, l'épargne serait égale à 27 milliards de francs, avec des investissements -titres V et VI du budget- de 156 milliards de francs et un déficit budgétaire de 129 milliards de francs).

Ainsi précisée, l'épargne française connaît depuis une décennie de profondes mutations, caractérisées principalement par :

- une nette diminution du taux d'épargne des ménages, partiellement compensée par l'accroissement de l'épargne des entreprises,

- une nouvelle orientation donnée aux placements qui s'effectuent de plus en plus en titres financiers, au détriment du logement et de l'épargne liquide (comptes sur livrets et dépôts à terme), voire de l'investissement physique (formation brute de capital fixe).

I- LES EPARGNANTS

A. L'EPARGNE DES MENAGES

La France connaissait traditionnellement un taux d'épargne des ménages important, oscillant, dans les années 1970-1980, entre 16,5 % et 18,6 % de leur revenu disponible.

Une rupture dans ce comportement s'est produite en 1981 : le taux d'épargne a chuté ; il enregistre même depuis cette date, une constante diminution.

Année	Taux d'épargne des ménages (en % du revenu disponible) (1)
1974/1980 (moyenne)	16,9 %
1981	15,8 %
1982	15,7 %
1983	14,4 %
1984	13,5 %
1985	12,3 %
1986	11,8 %
1987	12 % (2)

1) **Les causes** de cet effondrement du taux d'épargne des ménages sont difficiles à cerner avec précision.

a) **L'analyse théorique** distingue plusieurs facteurs déterminants au niveau global de l'épargne :

- tout d'abord, **l'évolution du revenu disponible après impôts**. Selon l'analyse keynésienne, le niveau de la consommation est une fonction décroissante du revenu. Lorsque celui-ci diminue, notamment pour les titulaires de revenus élevés dont la capacité d'épargne est la plus forte, le taux d'épargne décroît. Le degré d'élasticité de la consommation par rapport au niveau du revenu est en effet plus bas que celui de l'épargne ;

- ensuite, **le taux d'inflation** ; il agit sur le taux d'épargne par trois canaux différents :

(1) Source : rapport économique et financier annexé au projet de loi de finances pour 1987 et note de conjoncture de l'Institut national de la Statistique et des Etudes économiques de février 1987.

(2) Prévision du rapport économique et financier annexé au projet de loi de finances pour 1987.

. en premier lieu, la baisse du taux d'inflation conduit à la revalorisation du rendement des placements non indexés sur la hausse des prix ; celle-ci devrait donc contribuer à accroître le souhait des ménages de posséder de tels placements ;

. mais, en second lieu, la baisse du taux d'inflation a également pour conséquence de majorer la valeur réelle des encaisses possédées par les ménages qui, en période de hausse des prix, se prémunissent contre leur dépréciation en augmentant le montant ("effet d'encaisses réelles"). Ce phénomène peut jouer pour les encaisses de "précaution" et pour les encaisses destinées à l'achat ultérieur d'un bien durable ou semi-durable ;

. la diminution du taux d'inflation, en troisième lieu, accroît le poids des dettes antérieurement contractées par rapport au revenu. L'importance de ces engagements peut donc devenir une entrave à la constitution d'une épargne supplémentaire.

- enfin, le désir d'acheter un logement joue un rôle autonome dans le volume global d'épargne dégagé. En période de faible natalité, par exemple, l'épargne investie en logement peut régresser.

b) La confrontation de ces données théoriques avec la situation actuelle met en valeur le rôle prééminent de l'évolution du revenu disponible.

- Selon le rapport sur les comptes de la Nation pour 1985 (1), le revenu disponible net a évolué comme suit, en termes réels :

Contribution des différents éléments du revenu	1982	1983	1984	1985
. Masse salariale	+ 0,2 %	- 0,4 %	- 1 %	- 0,5 %
. Prestations sociales	+ 2,3 %	+ 0,8 %	+ 0,7 %	+ 0,6 %
. Autres revenus nets	+ 0,6 %	- 0,5 %	- 0,1 %	+ 0,2 %
. Revenus avant impôts	+ 2,9 %	- 0,1 %	- 0,4 %	+ 0,3 %
- impôts	- 0,4 %	- 0,6 %	- 0,4 %	+ 0,2 %
. Revenu réel disponible	+ 2,5 %	- 0,3 %	- 0,7 %	+ 0,5 %

(1) Source : rapport sur les comptes de la Nation de l'exercice 1985.

- La diminution du revenu net disponible en termes réels en 1983 et 1984 apparaît comme l'une des causes prépondérantes de la régression du taux d'épargne des ménages. L'année 1983, où le revenu disponible a chuté de 0,7 % a vu le taux d'épargne diminuer de 1,3 %. En 1984, une nouvelle réduction concomitante de 0,7 % du revenu disponible et de 0,9 % du taux d'épargne apparaît.

Les variations du revenu et du taux d'épargne semblent donc corrélatives; le taux d'épargne, toutefois, s'ajuste avec une ampleur plus importante, la consommation étant plus rigide à la réduction du revenu.

En outre, les exercices 1982, 1983 et 1984 sont ceux où l'impact de la pression fiscale a été le plus manifeste. L'introduction de l'impôt sur les grandes fortunes et d'une tranche à 65 % de l'impôt sur le revenu ont puissamment contribué à réduire l'épargne des ménages à revenu important dont la capacité de financement est la plus forte.

- A partir de 1985, le revenu net des ménages recommence à progresser en termes réels (+ 0,5 % en 1985, + 3,1 % en 1986, + 1,8 % selon les prévisions pour 1987). Et cependant, en 1985 et 1986, le taux d'épargne a continué de fléchir.

L'interprétation des évolutions les plus récentes est donc malaisée. Outre une progression de la consommation, la réduction de l'épargne investie en logement, qui continue à diminuer en 1985 et 1986 peut avoir joué un rôle important. Cette réduction s'expliquerait notamment par la progression des taux d'intérêt réel du crédit bancaire, l'achat d'un logement nécessitant, le plus souvent, un emprunt.

Il n'est pas non plus exclu que la désinflation se soit accompagnée d'une réduction des encaisses liquides des ménages; ce type de comportement, bien que non prouvé économiquement, expliquerait que la réduction du taux d'épargne soit principalement la conséquence, en 1985 et surtout 1986, de la régression du volume d'épargne liquide collectée par les institutions financières (cf. ci-dessous II).

2) Les conséquences de cette chute du taux d'épargne des ménages en affectent de manière très inégale les trois secteurs (placements en valeurs mobilières, investissements en logement et constitution d'encaisses liquides). Aussi seront-elles étudiées de manière plus approfondies ci-dessous (cf. II).

B. L'ÉPARGNE DES ENTREPRISES

L'épargne des entreprises est la fraction de leur valeur ajoutée disponible après paiement :

- . des frais salariaux (salaires et cotisations sociales),
- . des frais financiers (intérêts versés),
- . de l'impôt sur les sociétés,
- . des dividendes alloués aux associés.

Le taux d'épargne (rapport de l'épargne brute sur la valeur ajoutée) se distingue donc du taux de marge qui est égal au rapport de l'excédent brut d'exploitation sur la valeur ajoutée, l'excédent brut d'exploitation étant la différence entre la valeur ajoutée et les frais salariaux, auxquels s'ajoutent les impôts liés à la production.

Le taux de marge et le taux d'épargne ont évolué comme suit pour les sociétés autres que les grandes entreprises nationales (1):

	Moyenne 1970/1974	Moyenne 1975/1979	Moyenne 1980/1983	1984	1985	1986
Taux de marge	28,3 %	24,3 %	22,6 %	23,3 %	24,3 %	26,6 %
Taux d'épargne brute	13,1 %	10,6 %	8,6 %	10 %	10,4 %	12,4 %

- L'évolution du taux de marge a été marquée par une dégradation continue de 1974 jusqu'à la fin de 1984. Cette dégradation résultait de la progression des charges salariales au sein de la valeur ajoutée et de la hausse du coût des consommations intermédiaires (notamment énergétiques) dont

(1) Source : rapport économique et financier pour 1987 annexé au projet de loi de finances pour 1987.

la conséquence, en période de rigidité des salaires et dans un contexte de concurrence internationale avivée, a été l'amputation des marges des entreprises.

A compter de 1984 (rigueur salariale), le taux de marge s'est redressé; en 1986, en outre, la baisse du coût des consommations intermédiaires (diminution du prix de l'énergie de 25 %) a permis de retrouver un niveau proche des années antérieures au premier choc pétrolier.

- Le taux d'épargne s'est également redressé, suivant un rythme analogue au taux de marge.

La diminution des taux d'intérêt se traduit notamment par une moindre part des charges de la dette, à compter de 1986; cette diminution permet, corrélativement, l'accroissement du taux d'épargne.

. L'utilisation de cette épargne brute traduit une sensible évolution.

Le tableau de financement de l'ensemble des entreprises se présente, d'un point de vue théorique, comme suit :

Emplois	Ressources
- Formation brute de capital fixe (investissement physique)	- épargne brute
- Crédits consentis à d'autres entreprises	- émission d'actions (augmentation de capital)
- Placements financiers (obligations et actions)	- émission d'obligations (nettes du remboursement)
- Placements bancaires (dépôts monétaires et quasi-monétaires)	- crédit bancaire (net du remboursement)

Les différents éléments des emplois et des ressources ont connu de sensibles évolutions :

- pour les ressources, l'épargne brute a donc augmenté, de même que les émissions d'actions qui ont atteint 143 milliards de francs en 1986 contre 76 en 1985 et les émissions d'obligations au profit du secteur privé qui, de 4 milliards de francs en 1983 sont passées à 24 milliards de francs en 1985 puis à 38 milliards de francs en 1986. En revanche, le recours au crédit bancaire net est

resté stable entre 1983 et 1985 (178 milliards de francs) pour décroître en 1986 ;

- pour les emplois, l'investissement physique a connu une progression nettement plus modérée que l'épargne brute jusqu'en 1985, pour se redresser toutefois légèrement en 1986.

En revanche, les placements financiers des sociétés ont crû fortement, pour atteindre, en 1985, 158 milliards de francs pour les sociétés hors grandes entreprises nationales.

. Ainsi, il apparaît aujourd'hui que les sociétés consacrent plus volontiers l'épargne qu'elles dégagent au désendettement et à la souscription d'actifs financiers qu'à des investissements physiques.

Le remboursement des dettes antérieurement contractées semble en effet fréquemment plus avantageux qu'un investissement physique en raison des taux d'intérêt élevés auxquels les emprunts ont été accordés.

Les taux d'intérêt réels (taux nominal corrigé du taux anticipé de hausse des prix) du crédit bancaire paraissant, par ailleurs, encore trop élevés, le recours à l'emprunt diminue en valeur réelle.

L'augmentation des possibilités d'accès au marché financier, enfin, semble trouver sa contrepartie dans des placements financiers plus que dans une augmentation significative de l'investissement physique.

La comparaison du tableau de financement de l'ensemble des sociétés hors grandes entreprises nationales en 1982 et en 1985 est, à cet égard, significative :

**Tableau de financement des sociétés
hors grandes entreprises nationales (1)
(en pourcentage)**

Emplois					Ressources
	1982	1985	1985	1982	
. Investissement physique	72,2 %	65 %	47,4 %	38,6 %	. Epargne brute
. Placements liquides	10,4 %	1,1 %	17 %	11,6 %	. Emissions d'actions
			5,1 %	1,9 %	. Emissions d'obligations
. Placements financiers	7,5 %	33,6 %	27,6 %	46,2 %	. Crédit bancaire net
. Divers (variation des stocks, notamment)	9,9 %	0,3 %	1,7 %	2,9 %	. Divers

La reprise de l'investissement au cours de l'année 1986, qui devrait se confirmer en 1987, n'inversera toutefois pas profondément cette tendance qui fait des placements financiers des emplois plus attractifs que les investissements réels. Dans le même sens, il faut noter la considérable réduction des placements liquides auprès d'établissements financiers: comme le font les particuliers, les entreprises se détournent de ce type de placements. Cette observation conduit donc naturellement à l'étude de la réorientation des placements d'épargne.

(1) Source : rapport sur les comptes de la Nation de l'année 1985.

II - LA REORIENTATION DES PLACEMENTS

A. LE CONSTAT

- L'épargne française était, traditionnellement, présentée comme globalement importante et placée, de manière prépondérante, soit sous forme liquide, soit en biens immobiliers.

Cette présentation classique subit depuis quelques années une profonde mutation, pour trois raisons principales :

- . le taux d'épargne global des ménages a fortement diminué,
- . la part de l'investissement immobilier a régressé,
- . l'épargne financière a connu une importante modification de structure, l'épargne liquide diminuant alors que les placements en valeurs mobilières s'accroissaient.

- Le taux d'épargne global, le taux d'épargne financière et le taux d'épargne non financière (achat de logement) des ménages ont en effet évolué comme suit :

	Taux d'épargne global	Taux d'épargne financière	Taux d'épargne non financière
1974/1980 (moyenne)	16,9 %	5,5 %	11,4 %
1981	15,8 %	5,8 %	10 %
1982	15,7 %	6,1 %	9,6 %
1983	14,4 %	5,4 %	9 %
1984	13,5 %	5,1 %	8,4 %
1985	12,3 %	4 %	8,3 %
1986	11,8 %	3,7 %	8,1 %

. Jusqu'en 1984, la diminution du taux d'épargne global résultait, pour l'essentiel, de la contraction de l'investissement en logement ; le taux d'épargne financière, en revanche, restait relativement stable. La réduction de l'investissement en logement était donc la principale conséquence de l'amputation du revenu disponible, la persistance d'un taux d'inflation élevé conduisant, par ailleurs, les ménages à conserver des encaisses financières relativement importantes.

. Depuis 1985, l'épargne financière connaît elle aussi une substantielle réduction qui en affecte, toutefois, très inégalement les différentes composantes : alors que les placements en valeurs mobilières n'ont cessé de croître, de même que les créances détenues sur les entreprises d'assurance (placements d'assurance-vie, notamment), l'épargne dite "liquide" s'est contractée, ainsi que les encaisses monétaires détenues par les ménages.

. Cette évolution poursuit une tendance amorcée dès la fin des années soixante-dix. Jusqu'en 1985, toutefois, l'évolution relative des différentes formes d'épargne financière ne s'accompagnait pas de la régression, en termes absolus, de certains types de placements. Depuis 1985, en revanche, la collecte au titre de certains des placements d'épargne liquide a diminué. La réduction de l'épargne financière n'a cependant pas affecté les achats de valeurs mobilières.

. La diminution ou la stagnation, en valeur absolue, de certains des placements en épargne liquide ressort du tableau suivant :

Composantes de l'épargne liquide (1)
(en milliards de francs)

	au 31/12/84	au 31/12/1985	au 31/12/1986	Evolution
Dépôts à terme et bons de caisse	551	551	596	+ 6,8 %
Livrets et comptes à vue	1 123	1 181	1 202	+ 1,8 %
dont livret A	657	680	667	- 1,8 %
CODEVI	64,9	72,1	-	-
LEP	45,2	53,3	-	-
Plans d'épargne- logement	182	236	288	+ 22 %
Autres	-	17	56	-

- si les dépôts sur des plans d'épargne-logement enregistrent une forte et constante progression,

- les dépôts à terme et les souscriptions de bons de caisse bancaires connaissent une croissance plus modérée,

- pendant que la collecte au titre des livrets reste stagnante et même régresse pour les livrets A des caisses d'épargne.

(1) Source : rapports du Conseil national du crédit.

. Cette diminution de la part consacrée à l'épargne liquide au sein de l'épargne des ménages, qui se traduit aujourd'hui par une chute en valeur absolue de l'encours géré par certains réseaux, s'inscrit, d'ailleurs, dans une évolution amorcée depuis la fin des années soixante-dix comme le démontre le tableau ci-dessous :

Structure de l'épargne financière des ménages (en termes de flux) (1)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Encaisses monétaires	18,3 %	21,5 %	20,4 %	13,7 %	22,4 %	20,6 %	12,4 %	18,5 %	13,4 %
Epargne liquide	64,2 %	57,6 %	58,3 %	49,7 %	41,9 %	46,7 %	46,4 %	38,5 %	36,8 %
Valeurs mobilières (nettes de remboursements)	8,9 %	12,5 %	11,9 %	25,2 %	24 %	19,7 %	27,7 %	25,5 %	28,4 %
Créances sur les entreprises d'assurances	8,6 %	8 %	9,4 %	11,4 %	11,7 %	13 %	13,5 %	17,5 %	21,4 %

B. LES CAUSES

Les causes de cette réorientation des placements financiers sont multiples et difficiles à cerner avec précision.

Il semble, toutefois, possible d'isoler trois groupes principaux de motifs :

- une action volontariste des pouvoirs publics, tendant à renforcer la rémunération et l'attrait des achats de titres, au détriment de la détention d'encaisses liquides non négociables,

(1) Source : rapports du Conseil national du crédit.

- une évolution autonome du marché financier français, qui a entraîné une hausse rapide du cours et du rendement des placements en valeurs mobilières,

- une mutation des comportements d'épargne des ménages, liée à des facteurs psychologiques.

1) L'action des pouvoirs publics

Elle a été caractérisée, depuis une décennie, par la volonté de mettre en place une nouvelle structure de rémunération des placements financiers qui soit adaptée à la durée respective de chaque type de placement.

Les placements liquides dont la rentabilité réelle était souvent supérieure à celle des placements longs ont ainsi été pénalisés, pendant que la rentabilité des titres était renforcée.

a. La réglementation des intérêts servis à l'épargne liquide

L'attrait des dépôts à terme ou des comptes sur livret a été fortement réduit en septembre 1981 par une décision du Conseil national du crédit qui a plafonné le taux d'intérêt servi à ce type de placements (la liberté de rémunération était, cependant, laissée pour les dépôts d'une durée supérieure à six mois et d'un montant excédant 500.000 francs, ou d'une durée supérieure à un an et d'un montant excédant 200.000 francs).

Toutefois, la liberté de rémunération des livrets et dépôts à terme a récemment été considérablement élargie (décision du Conseil national du crédit de mai 1986: la rémunération des dépôts à plus de trois mois est libre, celle des dépôts à moins de trois mois et de plus de 500.000 francs est plafonnée aux 2/3 du taux marché monétaire, celle, enfin, des autres dépôts est plafonnée à 4,5 %), mais cette décision est intervenue après que d'importants transferts se furent effectués vers le marché financier.

b. Les moyens fiscaux

- **La pénalisation de l'épargne liquide** a été opérée par le relèvement du taux des prélèvements libératoires applicables à ce type de placements. Augmenté dès 1982, le prélèvement libératoire sur les intérêts de dépôts à terme, de comptes sur livrets et de bons de caisse a été fixé en 1984 à 49 %, auxquels s'ajoute, pour les placements anonymes, une taxe de 2 % sur le montant du placement, qui a été maintenue après la suppression,

à compter du 1er janvier 1987, de l'impôt sur les grandes fortunes.

Toutefois, cette pénalisation n'a pas été totale ; la défiscalisation de certains types de placements a en effet subsisté (livret A des caisses d'épargne et livret bleu du Crédit mutuel, épargne-logement), tandis que de nouveaux placements liquides exonérés d'impôt ont été créés (Compte pour le développement industriel, Livret d'épargne populaire).

- Simultanément, la souscription d'actions a été favorisée, de même que la détention de valeurs mobilières (actions et obligations) :

. les achats d'actions ont bénéficié successivement d'une détaxation à concurrence de 5.000 francs par an (plus 500 francs par enfant à charge), dans le cadre de la loi Monory du 13 juillet 1978, puis d'une réduction d'impôt s'élevant au maximum à 25 % du montant des achats, dans la limite de 7.000 francs pour un célibataire et 14.000 francs pour un couple (soit par exemple, 3.500 francs pour un couple), dans le cadre du compte d'épargne en actions mis en place en 1983.

. La détention de valeurs mobilières est privilégiée par :

- un prélèvement libératoire de 26 % seulement pour les revenus d'obligations,

- des abattements allant, depuis la loi de finances rectificative du 11 juillet 1986, jusqu'à 5.000 francs pour un célibataire et 8.000 francs pour un couple sur les revenus d'actions et obligations (dividendes et intérêts).

. Les cessions de valeurs mobilières, enfin, ne donnent lieu à taxation des plus-values qu'au taux de 16 %, lorsque les cessions excèdent 272.000 dans l'année.

- Les placements d'assurance-vie (c'est-à-dire les placements auprès d'entreprises d'assurance, débouchant à terme, en général assez éloigné, fixé par les stipulations du contrat, sur le versement d'un capital ou d'une rente viagère) enfin, jouissent également d'un régime relativement favorable :

. les intérêts des produits de capitalisation sont exonérés d'impôt lorsque la durée du contrat est supérieure à six années,

. les versements de prime ont d'abord donné lieu à une déduction du revenu imposable (de 1975 à 1983) puis à une

réduction d'impôt (de 25 % du montant annuel des primes dans la limite de 4.000 francs plus 1.000 francs par enfant à charge).

La limitation administrative du taux des intérêts créditeurs a sans nul doute concouru à la diminution importante des placements financiers sous forme d'épargne liquide, observée depuis 1982, de même que les différentes mesures fiscales adoptées, tant pour pénaliser l'épargne liquide que pour favoriser les achats de titres.

Toutefois, il n'est pas certain que ces facteurs aient été aussi déterminants qu'on pourrait le croire à première vue, sur le long terme au moins.

Ainsi, la pénalisation de l'épargne liquide n'a pas atteint les livrets A de caisses d'épargne, qui connaissent pourtant aujourd'hui une désaffectation certaine.

La réorientation des placements en faveur du marché financier a donc d'autres motifs, qui sont propres à ce marché.

2) Des motifs propres au marché financier

Si la pénalisation de l'épargne liquide a accru le rendement relatif des titres souscrits sur le marché financier, ce marché a également connu des facteurs autonomes qui en ont accru les performances.

L'accroissement des taux d'intérêt réels servis aux détenteurs d'obligation a, en premier lieu, fortement augmenté, sous l'effet, tout d'abord, d'une hausse importante des taux d'intérêt nominaux, puis, ultérieurement, d'une décrue plus rapide du taux d'inflation. Ce maintien de taux d'intérêt réels élevés résulte lui-même de deux facteurs :

- le souci des pouvoirs publics d'accroître le niveau des taux d'intérêt sur l'ensemble des marchés de l'argent pour résorber les déséquilibres nés des deux chocs pétroliers,

- l'accroissement des besoins de financement de l'Etat et des entreprises publiques qui ont, mécaniquement, conduit à la hausse des taux.

**Taux de rendement réel (net du taux d'inflation)
des emprunts obligataires (1)**

	1978	1980	1982	1985
Taux de rendement	0,2 %	0,7 %	6 %	6,6 %

. **Les bonnes performances du marché des actions** ont également renforcé l'effet des dispositifs fiscaux favorisant l'achat de celles-ci. Ces performances ont elles-mêmes plusieurs causes :

- les nationalisations de 1982, qui en entraînant une brutale diminution des titres disponibles sur le marché, ont, paradoxalement, contribué à la bonne santé de notre place financière,

- la hausse du dollar durant les cinq premières années de la neuvième décennie, qui a facilité les achats de valeurs mobilières françaises par les non-résidents,

- les mutations du marché financier français qui ont tout à la fois renforcé sa compétitivité et facilité l'accès des ménages aux valeurs mobilières (cf. ci-dessous, chapitre II).

Enfin, une évolution des comportements des ménages dans l'utilisation de leur épargne les a conduit à profiter de ces mutations contribuant, ainsi, à les renforcer.

3) L'évolution du comportement d'épargne des ménages

Outre les causes rationnelles évoquées ci-dessus, la réorientation des placements financiers vers les valeurs mobilières relève également de facteurs psychologiques :

. **L'impression que les placements en valeurs mobilières sont désormais aussi sûrs et aussi aisément convertibles en monnaie que les placements en épargne liquide constitués auprès d'organismes financiers.** Cette impression s'est trouvée confortée par la hausse continue depuis 1982 du cours des actions, par l'existence presque systématique de contreparties en cas de vente et par le développement du rôle

(1) Source : article de M. Alain Deniel "les mutations de l'épargne" in la revue du trésor, 1986.

des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières, qui assurent jusqu'à présent une liquidité presque totale à leurs actionnaires (Sociétés d'Investissement à Capital Variable) ou à leurs adhérents (fonds communs de placement) ;

. l'affectation de buts autres que la précaution à l'épargne financière détenue.

Ces objectifs peuvent être :

- la valorisation du revenu (actions et obligations),
- la préparation de la retraite (assurance-vie),
- l'acquisition d'un logement (plans et comptes d'épargne-logement).

Ces deux facteurs s'interpénètrent et se renforcent mutuellement pour aboutir à l'orientation des placements vers les valeurs mobilières ; l'accroissement de leur rendement s'ensuit (plus-values sur actions), et ce résultat contribue à rendre permanent ces nouveaux types de comportement.

Le désir d'acquérir un logement est également un motif d'épargne de plus en plus puissant. Une partie croissante de l'épargne financière est dorénavant affectée à des dépôts sur des comptes et plans d'épargne-logement (49,3 % des placements effectués par les ménages en épargne liquide en 1985 sont consacrés à l'épargne-logement, contre 24,2 % en 1984 et 11,5 % en 1981 ; l'épargne liquide représentant, en 1985, 36,8 % de l'épargne financière totale des ménages, c'est donc 18,3 % de l'épargne financière qui a eu pour but le logement cette année-là, contre 5 % en 1981).

Ce développement de l'épargne-logement au sein de l'épargne financière peut sembler paradoxal alors que l'investissement physique en logement stagne à un niveau médiocre ; cette observation trouve probablement son explication dans une substitution progressive de l'investissement en logement aux fins d'habitation à l'investissement en logement à finalité locative. L'accès à la propriété d'une nouvelle couche d'épargnants, aux revenus plus modestes, se traduit, en outre, par une durée d'épargne préalable à l'achat de leur logement plus longue.

*

* *

Les modifications des comportements d'épargne des ménages (substitution des valeurs mobilières à l'épargne liquide, dans un contexte de diminution du taux d'épargne global) et des entreprises (substitution des placements financiers à l'investissement physique, dans un contexte d'accroissement de leur épargne brute) ont ainsi créé une situation nouvelle.

Cette situation nouvelle est à la fois la cause et la conséquence des mutations qu'a connu récemment, et que devrait continuer à connaître le système financier français.

Cause, car l'accroissement du volume du marché financier rendait indispensable sa modernisation et la mise en place de dispositifs tendant à en limiter les risques.

Conséquence, dans la mesure où une meilleure productivité du marché ne peut que renforcer son attrait.

CHAPITRE II

LES TRANSFORMATIONS DU SYSTEME FINANCIER FRANCAIS

La nouvelle orientation de l'épargne des ménages s'est effectuée, depuis une décennie, en faveur du marché financier, c'est-à-dire du marché des titres longs négociables (actions et obligations).

Parallèlement à cette "explosion" quantitative du marché, se sont opérées diverses transformations qualitatives. Ces transformations ont tendu, d'une part, à la modernisation du marché financier (I) et, d'autre part, à une importante mutation des circuits financiers (II).

I - LA MODERNISATION DU MARCHE FINANCIER

A. L'EXPANSION QUANTITATIVE DU MARCHE

L'expansion quantitative du marché s'est réalisée dans trois directions :

- accroissement du montant des émissions,
- augmentation du volume des transactions,
- progression de la capitalisation boursière.

1) Le montant des émissions de valeurs mobilières sur le marché primaire a été, depuis 1978, le suivant :

**Montant des émissions de valeurs mobilières (1)
(en milliards de francs)**

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Obligations									
- émissions brutes	57,8	65,5	111,7	106,9	154,7	197,7	250	316,7	351,5
- émissions nettes	51,1	49,4	90,7	81,1	116,3	152,3	199,3	261	275,6
Actions	14,5	15,5	22,4	33,1	40,8	45,6	51,3	77,6	143,7
(- dont actions de sociétés cotées)	(4,4)	(3)	(3,2)	(10,5)	(13,4)	(11,1)	(9,5)	(20,8)	(66,5)
Total (émissions nettes)	65,6	64,9	113,1	114,2	157,1	197,9	250,6	338,6	419,3

(1) Source : Rapports de la Commission des opérations de bourse

La croissance du marché primaire s'est faite en trois temps :

- en 1980, le volume des émissions a augmenté de 75 %, en raison de l'accroissement du déficit budgétaire cette année-là, qui a entraîné une forte augmentation du marché obligataire ;

- de 1982 à 1984, le marché a enregistré une croissance continue, sous l'effet conjugué d'une expansion constante du marché obligataire, fruit, principalement, de la nécessité de financer les déficits budgétaires (1) et d'une augmentation également continue des émissions d'actions ;

- en 1985 et 1986, enfin, une progression encore plus forte a pu être observée ; cette période apparaît comme spécifique, pour deux raisons différentes :

. les émissions d'actions ont augmenté plus fortement que les émissions d'obligations et représentent, en 1986, 41 % de celles-ci, contre 23 % en 1983 et 20 % en 1980 ;

(1) Montant du déficit budgétaire :

1980 : 30 milliards de francs 1984 : 146 milliards de francs
 1981 : 81 milliards de francs 1985 : 153 milliards de francs
 1982 : 99 milliards de francs 1986 : 141 milliards de francs
 1983 : 130 milliards de francs Prévisions pour 1987 : 129 milliards de francs

. la croissance des émissions brutes d'obligations a été plus forte (+ 10,8 %) en 1986 que celle des émissions nettes (+ 5,6 %). La charge du remboursement des émissions antérieures commence ainsi à peser sur le marché.

L'augmentation des émissions d'actions en 1986 résulte au moins de deux facteurs :

- l'impact, en fin d'année, des opérations de privatisation ;
- la progression des cours sur le marché secondaire ; cette progression facilite les augmentations de capital : en effet, celles-ci s'effectuent, en principe, au cours constaté sur le marché secondaire ; de ce fait, si les cours augmentent, les sociétés ont la possibilité d'obtenir des fonds plus importants, sans qu'une fraction jugée par elles excessive du capital social soit diffusée dans le public. Il est à cet égard remarquable que les émissions d'actions de sociétés cotées aient représenté en 1986 presque la moitié des émissions totales, contre 26 % en 1985 et 18,5 % en 1984.

L'évolution en 1986 du marché primaire des émissions de valeurs mobilières pourrait ainsi préfigurer un renversement de tendance par rapport à la situation antérieure, au cours de laquelle la croissance du marché résultait essentiellement de la progression des émissions d'obligations, elle-même induite par l'importance des besoins de financement public.

Il reste, toutefois, indéniable que le marché financier français est toujours orienté à l'excès vers le marché obligataire.

L'emprise de l'Etat sur ce marché obligataire demeure également trop importante :

Répartition des émetteurs sur le marché obligataire (1)

	1985		1986	
	en milliards de francs	en pourcentage	en milliards de francs	en pourcentage
Etat	97,6	31,8 %	141,3	40,8 %
Institutions financières	96,1	31,3 %	85,1	24,5 %
Secteur privé	56,4	18,4 %	45,4	13 %
Secteur public (2)	30,4	9,9 %	48,2	13,8 %
Collectivités locales	21,7	7 %	25,7	7,4 %
Etranger	4,8	1,5 %	1,5	0,4 %
TOTAL (brut)	307	100 %	347,2	100 %

Cette emprise de l'Etat a deux motifs :

- l'importance des déficits accumulés antérieurement (3), qui a entraîné des appels massifs au marché obligataire dont l'amortissement exige aujourd'hui de nouveaux emprunts ;

- l'allongement de la durée moyenne de la dette publique, c'est-à-dire le remplacement d'instruments de financement monétaires courts et inflationnistes (bons du trésor en compte-courant) par des instruments d'épargne à long terme (emprunts obligataires).

(1) Source : rapports de la Commission des opérations de bourse.

(2) E.D.F., G.D.F., S.N.C.F., etc...

(3) Montant de la dette intérieure de l'Etat :

1980 : 282 milliards de francs 1985 : 733 milliards de francs

1982 : 490 milliards de francs 1986 : 859 milliards de francs

Elle devrait, à l'avenir, connaître une diminution progressive :

- pour peu que soit poursuivie la politique actuellement conduite de limitation des dépenses publiques et de réduction du déficit budgétaire ;

- et que soit respecté le principe de l'affectation d'une partie du produit des privatisations à l'amortissement de la dette publique.

2) Le montant des transactions et le volume de la capitalisation boursière ont, comme les émissions fortement augmenté :

(en milliards de francs)

	1978	1982	1985	1986
Transactions :				
. sur actions	47	65,5	169,4	418,2
. sur obligations	38,7	154	739,1	1 673,6
Total	85,7	219,5	908,5	2 091,8
Capitalisation				
. des actions	196,2	199,4	675,2	1 150,2
. des obligations	408,9	778,9	1 683,1	1 977
Total	605,1	978,3	2 358,3	3 127,2
Capitalisation des actions/PIB	9,2 %	5,6 % (1)	13 %	25 %

(1) Impact des nationalisations de 1982.

Les années 1985 et 1986 marquent, s'agissant du volume des transactions et de la capitalisation boursière, une rupture encore plus nette qu'en matière d'émissions de valeurs mobilières.

Ainsi, en 1986, le volume des transactions sur actions a été multiplié par 6,5 par rapport à 1982, le volume des transactions sur obligations par 10,8. La capitalisation boursière sur actions a, pour sa part, été multipliée par 5,7 au cours de la même période, pour atteindre ainsi 25 % du produit intérieur brut.

Le sens de ces évolutions paraît être le suivant :

- le marché est devenu plus fluide et connaît une meilleure liquidité. Cet élément est à la fois positif (meilleures possibilités d'ajustement entre acquéreurs et vendeurs de titres, résultant d'une réelle facilité à trouver une contrepartie). Mais il peut aussi constituer un facteur d'inquiétude, car cette liquidité du marché est le reflet d'un changement d'optique des porteurs, qui considèrent les valeurs mobilières comme une épargne mobilisable à tout moment; une telle attitude, en partie irréaliste, pourrait susciter d'importants mouvements à la baisse;

- la hausse continue des cours est, plus que l'augmentation du volume des émissions, le facteur prépondérant de l'accroissement du volume des transactions et l'élément exclusif de la progression de la capitalisation boursière.

- Le rapport de la capitalisation des actions par rapport au produit intérieur brut demeure, toutefois, encore faible en France: il n'était, en 1985, que de 13 %, contre 24 % en Allemagne fédérale, 40 % aux Etats-Unis et 65 % en Grande-Bretagne. Certes, la progression considérable de 1986 (où la capitalisation des actions atteint 25 % du PIB) rapproche la France des autres pays industriels. Une marge de manoeuvre importante semble néanmoins subsister. Cette observation vient indiscutablement nuancer l'impression quelque peu pessimiste que pourrait inspirer l'augmentation jugée parfois excessivement forte du marché. Il s'agit donc, avant tout, d'un rattrapage qui favorise la formation d'un environnement favorable aux augmentations de capital permettant le rééquilibrage du bilan des entreprises et des conditions saines de financement des investissements.

B. LES INNOVATIONS INSTITUTIONNELLES.

Les innovations institutionnelles qu'a connues ces dernières années le marché financier de Paris peuvent être regroupées en trois catégories: - la création de nouveaux marchés, - la modernisation des procédures d'émission et de négociation, - la réforme, enfin, encore à venir pour la plus grande part, du statut des intermédiaires.

1) La création de nouveaux marchés.

a) Le second marché a été créé en septembre 1982, par une décision de la compagnie des agents de change sur avis de la Commission des opérations de bourse.

La principale caractéristique de ce marché est que 10 % seulement des titres de sociétés qui y sont cotées doivent être diffusés dans le public, contre 25 % pour les actions admises à la cote officielle. De plus, les sociétés introduites au second marché disposent d'un délai de trois ans pour répondre aux obligations comptables exigées des sociétés inscrites à la cote officielle.

L'objectif poursuivi avec la création du second marché est donc de favoriser l'appel public à l'épargne de sociétés dynamiques, mais dont la taille ne leur permet pas encore de satisfaire à toutes les obligations comptables (comptes semestriels, comptes consolidés...) des sociétés de plus grande importance.

En outre, en accueillant les sociétés dont 10 % seulement du capital est appelé à être diffusé, le second marché permet d'éviter à certaines sociétés de famille ou dont le capital social est réparti de manière jugée satisfaisante par leurs dirigeants de subir le risque d'un changement de majorité au sein de l'assemblée générale des actionnaires.

Le second marché a connu un succès certains ; le rythme des introductions de sociétés a été d'environ 50 chaque année. Actuellement, 170 sociétés y sont cotées. La capitalisation boursière a atteint, en 1986, 113,9 milliards de francs à Paris et 15 milliards de francs sur les bourses de province, contre 22 milliards de francs seulement au total en 1984.

b) La fusion du marché au comptant et du marché à terme pour les valeurs les plus importantes a supprimé la dualité de cotation qui existait auparavant pour ces valeurs ; cette fusion a été réalisée le 24 octobre 1983 et a débouché sur la création du marché à règlement mensuel terminal.

c) Le marché à terme d'instruments financiers a été créé par la loi du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

La finalité de ce marché est de permettre aux agents économiques de se prémunir contre un risque économique spécifique qui est le risque de variation du niveau des taux d'intérêt. Les variations des taux d'intérêt peuvent avoir les conséquences suivantes :

- dépréciation d'un portefeuille d'obligations ou de titres de créance à taux fixe. En effet, lorsque le taux d'intérêt augmente sur le marché primaire où sont réalisées les nouvelles émissions de titres (en raison de l'augmentation du volume des titres offerts par les émetteurs ou de la diminution du volume d'épargne offert par les souscripteurs), le prix des titres déjà émis à un taux inférieur ne peut que diminuer sur le marché secondaire afin que le rendement réel soit équivalent sur l'un et l'autre marché ;

- bouleversement des plans de financement des agents économiques qui souhaitent à un terme quelconque, émettre un emprunt obligataire et craignent une hausse des taux ou de ceux qui désirent, également à terme, placer des fonds et qui redoutent la baisse des taux.

Le marché à terme d'instruments financiers permet aux agents économiques d'annuler les risques qu'ils encourent. Pour ce faire, il leur suffit de prendre sur ce marché une position à terme de sens contraire à celle qui leur fait courir un risque.

Ainsi, un détenteur d'obligation vendra des titres sur le marché à terme d'instruments financiers ; si les taux d'intérêt augmentent, il subira une perte sur son portefeuille obligataire, mais cette perte sera, pour partie au moins, compensée par une plus-value sur le marché à terme ; en vendant, en effet, à terme des titres stipulés à un taux d'intérêt inférieur au taux qui sera constaté ultérieurement, l'intervenant sur le marché à terme enregistrera une plus-value en achetant, à l'échéance, des titres à un prix moins élevé pour solder sa position.

Le risque de variation des taux d'intérêt ayant été fortement accru par l'évolution économique récente, (importance des capitaux flottants, fluctuation des taux en raison des politiques monétaires s'inspirant d'objectifs quantitatifs), l'instauration du M.A.T.I.F. constitue un progrès important. (1)

(1) Le fonctionnement des marchés à terme d'instruments financiers est décrit de manière détaillée page 161 et suivantes, chapitre VI de la deuxième partie du présent rapport.

d) La création d'un marché d'options négociables.

Une option est un droit, consenti par une partie à une autre, moyennant rémunération, d'acquérir des titres à un cours fixé lors de l'achat de l'option.

Il s'agit donc d'un engagement unilatéral, consenti moyennant paiement: la partie qui acquiert l'option est libre de la lever ou non.

La technique de l'option relève des marchés dits "conditionnels"; il existe aujourd'hui, à la Bourse de Paris, de tels marchés, notamment le marché des primes, sur lequel peut être acquis le droit d'acheter des titres à un cours convenu d'avance.

Toutefois, la technique des primes présente deux inconvénients: il ne s'agit pas d'un véritable marché, car chaque partie doit contracter directement avec une autre et, corrélativement, les primes ne sont pas négociables.

Aussi a-t-il été décidé de mettre en place un marché d'options négociables. Une telle décision ne pourra que contribuer à la fluidité du marché financier dans son ensemble.

2) La modernisation des procédures.

a) Amélioration des procédures d'émission.

A la suite du rapport du groupe de travail sur l'intermédiation financière, présidé par M. Bernard Tricot, un certain nombre d'améliorations techniques ont été apportées:

- libération du tarif des commissions pratiquées par les établissements financiers chargés de placer les emprunts obligataires, afin d'accroître la concurrence (une "fourchette" demeurant pour les emprunts d'Etat);

- modernisation des techniques de placement des emprunts d'Etat (utilisation de la technique de l'adjudication permettant de faire jouer la concurrence);

- abaissement des délais de remise de fonds aux émetteurs (loi du 14 décembre 1985, relative au droit des valeurs mobilières, aux titres de créance à court terme, au droit des sociétés et de la bourse).

b) Amélioration des procédures de négociation.

Dans ce domaine ont tout d'abord été prises des mesures de nature technique :

- libération progressive du taux des courtages prélevés par les intermédiaires et notamment les agents de change (pour les transactions supérieures à un certain seuil) ;

- création d'un système dit de "cotation assistée par transmission". Cette procédure vise à permettre la confrontation des ordres d'achats et de ventes de valeurs par télématique, au lieu et place des systèmes traditionnels (cotation à la criée, notamment). A terme, ce dispositif, pour l'instant testé sur certaines valeurs, porte en germe la disparition de la localisation physique du marché et peut contribuer à celle du monopole de négociation des agents de change.

La disparition de ce monopole constituerait sans nul doute l'étape la plus importante dans la libération du marché financier.

3) La réforme du statut des intermédiaires.

- La première étape a été franchie en ce domaine par la loi du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. (1)

Ce texte législatif a en effet considérablement accru les possibilités offertes à l'activité de contrepartie.

Le marché financier français est, de tradition, présenté comme un marché où les cours sont constatés par des officiers ministériels, qui sont les agents de change ; ceux-ci opèrent la confrontation des offres et des demandes. Les agents de change et les autres intermédiaires (courtiers, gérants de titres) n'avaient pas la possibilité d'opérer pour leur propre compte, c'est-à-dire de se porter contrepartie d'un ordre d'achat en fournissant des titres ou contrepartie d'un ordre de vente en fournissant des liquidités.

Contrairement au marché français, certains marchés étrangers fonctionnent par le biais de la contrepartie : les intermédiaires se portent, en permanence, acheteurs ou vendeurs et satisfont ainsi les ordres passés par la clientèle.

(1) Loi du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

Cette manière de procéder en France a connu une première brèche en 1972 (1): les agents de change, les banques et les maisons de titre ont alors reçu la possibilité d'acheter ou de vendre des titres "hors bourse" (donc directement à un client sans passer par le marché), pourvu qu'ultérieurement l'opération soit dénouée en bourse.

Puis, avec la loi du 11 juillet 1985, ces mêmes intermédiaires ont reçu la possibilité d'acheter ou de vendre en bourse pour, ultérieurement, dénouer l'opération directement avec un client.

Le premier type d'opération est dénommé contrepartie en avance sur le marché, le second type contrepartie en avance sur le client.

Dans l'un et l'autre cas, l'opération doit être dénouée dans les soixante jours et le dénouement doit s'opérer par référence au cours de bourse. L'unicité du cours est donc préservée mais une fluidité beaucoup plus grande est donnée au marché.

Poursuivant cette évolution, le présent projet de loi, en mettant en place un dispositif qui facilite les prêts des titres donnera certainement un essor considérable aux possibilités pour les intermédiaires de se porter contrepartie.

En effet, en empruntant des titres qu'ils n'ont pas, les intermédiaires pourront satisfaire immédiatement les ordres de la clientèle. Ultérieurement, ces intermédiaires pourront acheter les titres qu'ils ont emprunté en bourse et rembourser ainsi l'emprunt qu'ils ont contracté.

L'enjeu de cette réforme est important: il s'agit de pouvoir satisfaire la clientèle internationale dans les meilleurs délais et aux meilleures conditions de façon à éviter qu'un volume important de transactions ne soit détourné vers des marchés étrangers dont la productivité serait meilleure, chose qui deviendrait aisée avec la libération des changes et l'unification en 1992 du marché européen des capitaux.

- Une autre étape, d'envergure plus considérable, pourrait être prochainement franchie, si le Parlement en était d'accord.

(1) Loi du 11 juillet 1972 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier;

Cette étape consisterait en la suppression du monopole de négociation des agents de change.

A compter du 1er janvier 1992, en effet, l'accès au marché boursier serait ouvert à tout nouveau membre (banque, établissement financier, etc...) qui le désirerait, sous le contrôle d'une "Autorité de bourse", qui serait une société anonyme se substituant à la Compagnie des Agents de change et dont le capital serait détenu par les membres ayant qualité pour agir sur le marché.

Dans un tel cadre le marché devrait être géré par des intermédiaires plus efficaces, satisfaisant la clientèle à moindre coût.

Avant 1992, le capital des charges d'agents de change pourrait faire l'objet de prises de participation progressives en trois étapes (30 % au 1er janvier 1988, 49 % au 1er janvier 1989, 100 % au 1er janvier 1990).

Les agents de change qui n'auraient pas pu ou souhaité céder le capital de leur charge avant 1992 seraient indemnisés.

Ainsi la réforme, progressivement mise en place, du marché financier devrait le rendre plus efficace, au prix d'une profonde transformation. Cette modernisation était d'ailleurs rendue indispensable tant par la croissance quantitative du marché que par les innovations financières qui le marquent.

C. LES INNOVATIONS FINANCIERES.

Ces innovations financières apparues sur le marché financier français peuvent être regroupées en deux rubriques distinctes :

- d'une part, la dématérialisation des titres et l'apparition de nouvelles formes de valeurs mobilières

- d'autre part, le développement de la gestion collective de l'épargne par des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières.

1) Dématérialisation et diversification des titres.

- **La dématérialisation des valeurs mobilières** est l'opération consistant à supprimer le support physique des valeurs mobilières remplacé par des inscriptions dans des comptes titres gérés par des établissements agréés (banques et agents de change...); les établissements agréés gestionnaires bénéficient des services d'un organisme de compensation, la SICOVAM (Société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières). Ainsi, les manipulations de titres émis sous forme de support papier ont désormais disparu. Les comptes titres sont gérés informatiquement et les virements s'effectuent par des procédés télématiques. Dès lors, il n'existe plus que deux procédures de remise d'un titre (après sa vente) :

. le transfert, c'est-à-dire le changement du nom du titulaire sur un registre tenu par l'établissement émetteur ; le transfert porte sur les titres nominatifs (le nom du titulaire étant connu de l'émetteur) ;

. le virement, c'est-à-dire le passage du titre d'un compte à un autre pour les titres en compte-courants.

Le titre en compte-courants (dénommé "au porteur", car les titres dématérialisés ont pris la suite des titres papiers au porteur) est d'une gestion plus facile, mais le titre nominatif permet à la société émettrice de bien connaître son actionnariat (chose utile en cas d'O.P.A., par exemple).

- La diversification des valeurs mobilières :

une valeur mobilière est un titre négociable (c'est-à-dire cessible selon les procédés simples du virement ou du transfert) conférant à son titulaire un droit à l'encontre de la personne émettrice. Ce droit peut être un droit d'associé (action) ou un droit de créance à long terme (obligation).

Traditionnellement, en effet, les valeurs mobilières étaient divisées en actions et obligations.

Ces deux types de valeurs mobilières sont en principe très différentes : l'action est représentative d'une quotité du capital social ; elle est donc soumise à l'aléa social ; son titulaire assume le risque de voir son titre se déprécier si la société connaît des difficultés financières et de n'être rémunéré qu'en fonction des résultats de l'émetteur ; en échange de cette prise de risque,

l'actionnaire a la possibilité de participer à l'exercice du pouvoir dans la société.

L'obligation, en revanche, est productrice d'un intérêt fixe ou indexé sur une variable autre que le résultat ; son titulaire est un créancier de l'émetteur ; il est étranger à la vie de la société.

Cette distinction tend aujourd'hui à s'estomper pour les motifs suivants :

- les obligations indexées (sur le taux du marché, par exemple) sont de plus en plus fréquentes, et deviennent, de ce fait, des titres à revenu variable ;

- certaines obligations sont en outre indexées sur des grandeurs propres à l'entreprise et produisent ainsi un revenu lié son activité ;

- avec la création de l'action à dividende prioritaire sans droit de vote (loi du 13 juillet 1978), les droits pécuniaires de l'actionnaire sont séparés des droits de vote ; celui-ci subit l'aléa social, mais ne dispose pas du pouvoir, en échange de quoi il bénéficie d'un dividende prioritaire ;

- diverses "passerelles" ont été créées entre l'action et l'obligation :

. les obligations convertibles en actions, dont le porteur peut demander la conversion à cours fixé par le contrat d'émission ;

. les obligations à bon de souscription d'actions constitués d'une obligation classique et d'un bon de souscription qui permet à son porteur de souscrire à une action à cours fixé par le contrat d'émission ;

. de manière générale, toutes les combinaisons sont désormais possibles (actions à bon de souscription d'actions, obligations à bons de souscription d'action convertible, etc...), pourvu que certains principes fondamentaux, prévus par la loi du 14 décembre 1985 relative au droit des valeurs mobilières soient respectés.

- deux nouveaux types de titres ont été créés en 1983, afin, surtout, de permettre la mobilisation du marché financier au profit des sociétés nationalisées, sans déroger au principe de nationalisation à 100 % : les certificats d'investissement (assez

peu différents des actions à dividende prioritaire sans droit de vote) et les titres participatifs, créances de dernier rang indexées, pour partie, sur le bénéfice ou un autre indice propre à l'entreprise. Ces deux types de titres sont, à des degrés divers, intermédiaires entre l'action et l'obligation.

2) Le développement des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières.

Les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) ont joué un rôle essentiel dans le développement récent du marché financier.

Les OPCVM se divisent en deux catégories :

- les sociétés d'investissements à capital variable (SICAV),
- les fonds communs de placement (FCP).

- Les SICAV sont des sociétés anonymes dont le capital social présente la spécificité d'être variable. Chaque souscripteur d'une action de SICAV a en effet la possibilité, à tout moment, d'obtenir le remboursement, auprès de la SICAV émettrice, de l'action qu'il détient. Il n'a pas besoin de trouver, pour liquider son avoir, un acquéreur sur le marché. De ce fait, le capital social d'une SICAV fluctue au gré des demandes de remboursement et des souscriptions nouvelles. A l'aide des fonds qu'elle collecte en plaçant ses actions, cette SICAV achète des titres sur le marché financier ; ce faisant, elle réalise des plus-values et perçoit des revenus qui sont capitalisés dans la valeur de ses actions.

- Les FCP n'ont pas la personnalité morale ; il s'agit de "copropriétés de valeurs mobilières et de sommes placées à vue ou à court terme" ; chaque copropriétaire peut, à tout moment, vendre ses parts et récupérer la quote-part de l'actif à laquelle il a droit.

Les SICAV et les FCP ont pour point commun de permettre aux épargnants de mobiliser très rapidement leur épargne ; quoique investissant pour partie en titres longs, les OPCVM gèrent donc une épargne qui, dans l'esprit de ceux qui l'ont constituée, est fréquemment une

épargne liquide. Les SICAV et FCP assurent ainsi une fonction de transformation de l'épargne.

En outre, ces deux catégories d'organisme déchargent l'épargnant de la gestion de ses avoirs : mais, par là-même, ils renforcent une certaine confusion dans l'esprit de celui-ci, qui perd parfois de vue que la détention de valeurs mobilières implique une mentalité d'associé (soumis au risque de l'entreprise) ou de prêteur à long terme (soumis, bien que dans une moindre mesure, également au risque, de l'entreprise émettrice, d'une part, de la variation des taux d'intérêt, d'autre part).

- Ces deux types d'organismes sont, sur certains points, différents :

. les SICAV sont, en règle générale, de plus grande taille que les FCP ; elles sont, aussi, plus diversifiées dans leurs emplois ;

. les FCP sont de taille limitée (500 millions de francs d'actifs, au maximum) ; ils sont aussi, le plus souvent, spécialisés dans une catégorie d'emplois particulière.

- Parmi les SICAV et FCP, dont l'encours total atteignait, fin 1985, 500 milliards de francs (soit 20 % de la capitalisation boursière), une catégorie a connu une expansion particulièrement forte, celle des SICAV et FCP de court terme (ou de trésorerie). La valeur des actions ou des parts de ces organismes est, en principe, identique à l'achat par l'épargnant et au rachat par l'organisme ; de ce fait, l'épargne à court terme peut s'y investir sans risque de pénalisation. Au 31 décembre 1985, les SICAV et FCP court terme disposaient d'actifs égaux à 300 milliards de francs, soit 17,6 % de la capitalisation boursière en obligations. Les emplois de ces organismes sont en effet principalement constitués par des obligations.

Les SICAV et CFP court terme prennent donc un risque important de transformation. Ce risque peut, en outre, se répercuter sur le marché obligataire tout entier.

La nécessité de "racourcir" les emplois de ces organismes a été l'une des causes de la création des titres à plus court terme que les obligations.

La création de ces nouveaux types de titres s'inscrit ainsi dans l'important mouvement de modification des circuits financiers français, entamé depuis quelques années.

II - LES MUTATIONS DU CIRCUIT FINANCIER FRANCAIS.

Elles sont, pour une grande part, la conséquence des évolutions décrites ci-dessus :

- l'orientation de l'épargne vers le marché des valeurs mobilières entraîne la diminution des ressources des réseaux financiers classiques ;

- parallèlement, les entreprises trouvent maintenant sur le marché financier les fonds qu'elles empruntaient auparavant auprès du système bancaire ;

- toutefois, ce transfert d'épargne s'accompagne d'une liquidité probablement trop grande de l'épargne investie en valeurs mobilières ;

- de ce fait, il a été nécessaire de créer de nouveaux titres de créance négociables, à échéance plus courte ;

- ces titres permettent eux-mêmes une "désintermédiation" du financement de l'économie où les agents économiques excédentaires prêtent aux agents économiques déficitaires, au lieu de déposer leurs fonds auprès d'un établissement financier, qui utilise ces ressources pour prêter, soit par voie de transformation, soit par voie de création monétaire ;

- ces nouveaux titres courts permettent, eux-mêmes, une interconnection des marchés du court terme (marché monétaire) et du long terme (marché financier) ; la régulation par les taux devient ainsi plus efficiente et peut se substituer à la régulation quantitative (encadrement du crédit), plus sclérosante. Cette nouvelle régulation s'effectue, du reste, dans un contexte d'extinction des privilèges de collecte et de crédits (prêts bonifiés) qui favorise la concurrence, laquelle accroît elle-même l'efficacité d'une régulation par les taux.

Telle peut être, sommairement esquissée, la "nouvelle donne" du financement de l'économie française.

Votre Rapporteur approfondira cette analyse en évoquant, en premier lieu, la présentation traditionnelle du financement de l'économie (A) avant d'étudier les modifications récemment apparues (B).

A. LA PRESENTATION TRADITIONNELLE.

1) Jusqu'à la fin des années 1980, le financement de l'économie française était fondé principalement sur :

- la création monétaire,
- et la transformation, par les institutions financières (caisse des dépôts, notamment) de ressources liquides en emplois longs.

. La création monétaire est le fait des établissements bancaires. Créer de la monnaie consiste pour une banque à ouvrir dans ses écritures des signes monétaires au profit d'un agent économique qui sollicite un crédit. La banque inscrit à son actif une créance sur cet agent économique et à son passif le montant du crédit consenti. La monnaie scripturale ainsi créée au passif de la banque pourra ultérieurement être utilisée par le bénéficiaire du crédit qui la fera circuler au moyen d'instruments de paiement (chèques, virements...).

En créant ainsi de la monnaie, une banque encourt, naturellement, un risque : celui de ne pouvoir faire face aux engagements qui résultent de cette création de monnaie. En effet, la monnaie créée peut, soit être transférée auprès d'une autre banque (chèque, virement), soit faire l'objet d'une demande de conversion en billets de banque.

Pour faire face à ces "fuites" les banques peuvent :

. soit accroître leur collecte de monnaie afin de disposer de ressources leur permettant d'y faire face ;

. soit se refinancer auprès de la banque centrale.

En dernier ressort, c'est donc la banque centrale qui détient la capacité de réguler la quantité de monnaie créée, soit par le volume de refinancement qu'elle consent, soit par le coût de ce refinancement (taux d'intervention, c'est-à-dire taux d'intérêt pratiqué par la banque centrale sur le marché monétaire), les deux éléments (volume et coût) étant d'ailleurs intrinsèquement liés.

. La transformation est le fait des établissements financiers non bancaires ; ils n'ont pas le pouvoir de créer de la monnaie mais collectent de l'épargne liquide (qui peut être retirée à tout moment par les déposants) avec laquelle ils réalisent des emplois longs ; il y a donc un processus de transformation de l'épargne qui implique, pour ces établissements financiers un risque d'avoir à faire face à des retraits massifs alors que les emplois (crédits d'équipement à long terme) ne sont mobilisables qu'à des échéances éloignées.

2) Du fait de l'insuffisance de l'épargne à long terme, l'économie française fut ainsi principalement financée par ces deux procédés jusqu'à la fin des années soixante-dix.

Dans ces conditions, l'investissement, financé en partie sur création monétaire, précédait le flux d'épargne nouvelle dont il était la source et qui aurait été censé le financer.

En clair, la France vivait, peu ou prou, à crédit.

En outre, la régulation de la quantité de moyens de financement s'effectuait, principalement, par des moyens de type administratif :

- encadrement du crédit pour la création monétaire ;
- contrôle des taux d'intérêt servis aux déposants pour l'épargne liquide et de la nature des emplois, ainsi que de leur taux pour les établissements financiers non bancaires.

Une régulation par les taux d'intérêt paraissait impossible, dans la mesure où :

- certaines banques étaient structurellement excédentaires, d'autres structurellement déficitaires en termes de ressources collectées ; les banques déficitaires (ne disposant d'aucun privilège de collecte ou d'emplois) n'auraient pu supporter les

conséquences d'une régulation se traduisant par une augmentation du coût de leur refinancement;

- de nombreux circuits privilégiés de distribution du crédit existaient, qui auraient échappé à la régulation par les taux; celle-ci aurait donc été en partie inefficace; en outre, le cloisonnement des différents marchés de l'argent n'aurait pas permis une correcte propagation des décisions de la Banque de France.

Ainsi, le contrôle de la quantité de moyens de paiement mis à la disposition de l'économie s'effectuait-il par le truchement de moyens administratifs qui paralysaient la concurrence entre les réseaux financiers.

B. CETTE PRESENTATION TRADITIONNELLE EST PROGRESSIVEMENT DEVENUE CADUQUE

1) Les trois facteurs de cette caducité

- l'extinction progressive des privilèges de collecte (banalisation des instruments défiscalisés, du type CODEVI ou LEP),

- l'extinction progressive des privilèges en matière d'emplois (les prêts bonifiés aux entreprises, qui s'élevaient à 35 milliards de francs en 1984 ne se montent plus qu'à 12 milliards en 1986),

- l'accroissement du volume du marché financier et l'apparition de nouveaux titres de créances courts permettant le financement de tous les types de besoins (à long et à court terme) par des titres négociables et non par des ressources liquides ou monétaires.

Ces nouveaux titres de créance à court terme sont :

- . les billets de trésorerie, qui sont émis par les entreprises,
- . les certificats de dépôt, qui sont émis par les banques,

- . les bons du Trésor négociables, qui sont émis par l'Etat,
- . les bons des institutions financières spécialisées.

L'utilité de ces nouveaux titres, apparus au printemps de 1985, est triple :

- permettre le financement d'emplois à court terme par des ressources d'épargne négociables, ce qui implique la "désintermédiation",

- offrir aux organismes de placements collectifs en valeurs mobilières des emplois à plus court terme que les obligations, afin de leur permettre, en cas de retraits importants, de mobiliser des fonds plus rapidement sans provoquer de mouvement de baisse massif sur le marché obligataire,

- assurer la continuité entre les différents marchés de l'argent ; les mouvements de taux sur le marché monétaire pourraient ainsi se propager, par arbitrages successifs, jusqu'au marché des titres les plus longs.

2) Les conséquences de cette "nouvelle donne"

Elles paraissent être les suivantes :

- possibilité de mettre en place un système de régulation de la quantité de moyens de paiement mis à la disposition de l'économie par le biais du coût du refinancement des banques sur les marchés monétaires. A compter du 1er janvier 1987, ce système de contrôle de l'offre de monnaie par les variations de taux a été instauré ; certes les objectifs quantitatifs d'évolution de la masse monétaire demeurent, sous forme de fourchettes, mais ces objectifs seront atteints par la variation des taux (si les agents économiques forment une demande de crédits estimée inflationniste par les autorités monétaires, la Banque de France accroîtra le taux de ses interventions sur le marché monétaire, qui se répercutera sur le taux du crédit bancaire et freinera ainsi la demande de crédits) ;

- "désintermédiation" partielle du financement de l'économie, les agents ayant des besoins de financement émettant des titres au lieu de solliciter des crédits auprès d'intermédiaires financiers. Ainsi, la variation des besoins de financement

susciterait des variations de la vitesse de circulation des signes monétaires et non pas une fluctuation du volume de ceux-ci ;

- dès lors, les établissements financiers devront, dans une certaine mesure, reconverter leur activité, en distribuant moins de crédits et en rendant plus de services (placement de titres...) à leur clientèle.

Cette "nouvelle donne" n'implique pas une immédiate et totale remise en cause des structures du système financier français. Certaines des évolutions décrites ne sont d'ailleurs encore qu'esquissées.

Elles n'en constituent pas moins l'environnement au sein duquel intervient le projet de loi sur l'épargne.

Cet environnement est, pour l'essentiel, favorable :

- la situation financière des sociétés s'est assainie,
- la croissance du marché financier permet un financement plus sain de l'économie,
- le contexte "de marché" dans lequel évoluent dorénavant les intermédiaires financiers pourrait, à terme, accroître la productivité de ceux-ci.

Toutefois, certaines difficultés subsistent :

- le marché financier est encore, pour une part importante, au service du financement de la dette publique,
- la croissance de ce marché dépend encore trop :
 - . d'une épargne souvent considérée comme liquide par ses titulaires,
 - . d'importants placements financiers des entreprises, qui estiment la rentabilité de ce type de placements supérieure à la rentabilité de l'investissement physique.

Dans ces conditions, il apparaît indispensable :

- de limiter, autant que faire se peut et aussi rapidement que possible, la ponction de l'Etat sur le marché, ce qui pourrait contribuer à la baisse des taux d'intérêt et donc inciter les entreprises à investir ;

- de stabiliser l'épargne mobilière des ménages ;
- de favoriser l'investissement des entreprises, qui est la condition de la croissance, donc d'une augmentation du taux d'épargne qui elle-même contribuera à la baisse des taux d'intérêt et à la stabilité de l'épargne mobilière ;
- d'éviter que certains réseaux collecteurs d'épargne liquide n'aient à subir une crise qui mettrait en danger leur stabilité financière et les investissements, souvent hautement prioritaires qu'ils financent (collectivités locales, logement social, principalement).

Le projet de loi qui est soumis au Sénat apporte des réponses à ces nécessités ; en effet :

- avec le plan d'épargne en vue de la retraite et le réaménagement de la fiscalité de l'épargne, il pourrait contribuer à stabiliser l'épargne mobilière ;
- avec l'amélioration des options d'achat d'actions et de la procédure de rachat d'une entreprise par ses salariés, il pourrait contribuer à transformer les mentalités en matière d'épargne ;
- avec l'abaissement du taux de l'impôt sur les sociétés, il pourrait contribuer à la reprise de l'investissement ;
- avec la poursuite de la banalisation des caisses d'épargne, il pourrait - dans des conditions que votre Commission des Finances scrutera avec vigilance - contribuer à accroître l'efficacité de ce réseau et son équilibre ;
- avec, enfin, diverses mesures d'ordre technique, parfois importantes (prêts de titres, notamment) il pourrait contribuer à l'efficacité du marché financier.

*

* *

Tels sont les enjeux du projet de loi sur l'épargne, qu'il convient maintenant d'examiner.

DEUXIEME PARTIE

LES ENJEUX DU PROJET DE LOI

CHAPITRE PREMIER

LE PLAN D'EPARGNE EN VUE DE LA RETRAITE

I. HISTORIQUE:

LA DIVERSITE ET LA COMPLEXITE DU SYSTEME FRANCAIS DE PROTECTION VIEILLESSE (1)

Il y a en France 514 régimes obligatoires de retraites, dont 387 régimes complémentaires (2). Cette diversité du système français de retraites s'explique par des raisons historiques que nous voudrions rappeler en insistant sur les dates les plus importantes.

A. IL FAUT ATTENDRE 1930 POUR TROUVER L'ORIGINE VERITABLE DU SYSTEME ACTUEL

Les premières formes de régimes de retraite ont visé des catégories professionnelles très particulières, aujourd'hui encore garanties par des régimes spéciaux: les marins (1673), les militaires (1831), les fonctionnaires civils (1853), les mineurs (1894), les cheminots (1909).

(1) Les indications qui suivent sont, pour la plupart, extraites de trois ouvrages:

- Droit de la sécurité sociale par Jean-Jacques Dupeyrou - Précis Dalloz.
- La fin des retraites par André Babeau - Collection Pluriel.
- Assurance vieillesse régime général - Liaisons sociales n° 9876, Hachette, 1935.

(2) Chiffres tirés du rapport du Centre d'études et de recherches sur les coûts n° 68.

A la fin du XIX^e siècle, les efforts sociaux s'étaient développés sur plusieurs plans :

- la mutualité. Le mouvement mutualiste se développe après le vote de la loi du 1^{er} avril 1898, véritable charte de la mutualité. Mais il n'était point à même d'assurer une protection suffisante des catégories sociales déshéritées.

- l'assistance. Plusieurs lois d'assistance ouvrent aux indigents certains droits à une aide des collectivités publiques :

. loi du 15 juillet 1893 sur l'assistance médicale gratuite ;

. loi du 30 juin 1904 sur l'assistance à l'enfance ;

. loi du 14 juillet 1905 sur l'assistance aux vieillards, infirmes et incurables.

- les régimes spéciaux de retraites mentionnés avaient donné à certaines catégories de travailleurs une protection sociale propre.

La préfiguration du régime général apparaît dans la loi du 5 avril 1910.

1. La loi du 5 avril 1910 crée les retraites ouvrières et paysannes

Cette loi institue un régime d'assurance vieillesse obligatoire pour les salariés dont la rémunération annuelle est inférieure à 3.000 francs, et facultatif pour ceux dont le salaire est compris entre 3.000 et 5.000 francs. La cotisation patronale et la cotisation ouvrière sont l'une et l'autre égales à 9 francs l'an pour les hommes et à 6 francs l'an pour les femmes.

Il est également prévu une allocation viagère versée par l'Etat en dessous d'un certain niveau de revenus. Cette allocation est donc, en quelque sorte, l'ancêtre de notre minimum vieillesse.

Mais la Cour de Cassation estima que les termes de la loi étaient équivoques et que le versement des cotisations patronales et ouvrières n'était pas obligatoire. Indépendamment de cette querelle juridique, les cotisations et les prestations prévues par la loi étaient très faibles, de sorte qu'elle ne souleva aucun enthousiasme chez les intéressés.

Ce système recevra un accueil défavorable du syndicalisme. La C.G.T. lui reprochera d'ailleurs son insuffisance.

Dans d'autres pays au contraire, les organisations professionnelles de travailleurs ont été favorables aux débuts de la protection vieillesse.

La loi de 1910 fut mal appliquée. Alors que le nombre des cotisants aurait dû atteindre 7 millions, on enregistre 3,4 millions d'assurés en 1913 et ce nombre retombe ensuite pour se stabiliser autour de 1,6 million.

Au lendemain de la première guerre mondiale, le retour de l'Alsace-Lorraine à la France posa une question délicate : les Alsaciens-Lorrains bénéficiaient alors des dispositions du Code impérial allemand des assurances sociales. En effet, l'unité nationale reconstituée impliquait tôt ou tard celle du droit social. Plutôt que de supprimer les assurances sociales en Alsace-Lorraine et de procéder à une uniformisation par le bas, il parut évident qu'une refonte du système existant s'imposait.

2. Les lois de 1928 et 1930 instituent les assurances sociales obligatoires pour les salariés de l'industrie et du commerce

Ces lois constituent une étape décisive dans la protection sociale en général, maladie, maternité, invalidité, mais tout spécialement pour la protection vieillesse.

La loi de 1930 ne concernait que les travailleurs dont les salaires annuels ne dépassaient pas un seuil fixé à 15.000 francs.

Le principe est celui de la "capitalisation viagère". Pour chaque assuré, est ouvert un compte individuel sur lequel sont portées les cotisations et les rentes produites par ces cotisations. Ces rentes sont calculées en application d'un barème où interviennent l'âge de l'assuré, les intérêts produits par les capitaux et une "table de mortalité".

Lorsqu'il atteint l'âge de la retraite (à partir de 60 ans), le salarié a le choix entre deux systèmes :

- le capital aliéné, qui permet d'obtenir une rente servie jusqu'au décès du bénéficiaire ;

- le capital réservé, qui donne droit à une rente plus faible, mais est réversible aux héritiers.

Des difficultés financières ont conduit à l'abandon du système de capitalisation au profit du système par répartition dès 1941. L'érosion monétaire ne permettait pas de préserver le pouvoir d'achat des retraités et les pensions ne correspondaient plus aux versements.

Le principe de répartition consiste à financer les retraites en cours de paiement par les cotisations versées par les travailleurs en activité, au fur et à mesure de leur encaissement. Ainsi, est-il possible d'assurer au montant des retraites une progression parallèle à celle des salaires.

B. APRES LA SECONDE GUERRE MONDIALE, LE SYSTEME DES RETRAITES EST ORGANISE SUR DES BASES NOUVELLES

1. L'influence du rapport Beveridge

L'objectif de ce rapport, publié en décembre 1942, est d'éliminer la pauvreté sans pour cela subordonner les prestations à la preuve de l'indigence. Beveridge propose :

- d'assurer un minimum vital non plus aux seuls salariés mais à la totalité de la population ;

- de verser à tous les britanniques la même pension de base, sans aucune condition de ressources.

Ce rapport inspire la législation sociale de plusieurs pays occidentaux après la seconde guerre mondiale.

C'est ainsi qu'en France, le 15 mars 1944, le Conseil national de la résistance, présidé par Georges Bidault, adoptait la "Charte de la Résistance", programme économique et social qui prévoyait, entre autres "un plan complet de Sécurité sociale, visant à assurer à tous les citoyens des moyens d'existence, dans tous les cas où ils sont incapables de se les procurer par le travail, avec gestion appartenant aux représentants des intéressés et de l'Etat".

2. L'ordonnance du 19 octobre 1945 crée le régime général de la Sécurité sociale

Ce régime général rassemble tous les salariés, à l'exception de ceux de l'agriculture qui doivent, quel que soit le montant de leur salaire, cotiser à l'assurance-vieillesse, dans la limite d'un plafond de cotisation. Le principe de répartition est conservé.

Une loi du 22 mai 1946 pose le principe de la généralisation de la Sécurité sociale à l'ensemble des citoyens. Toute la population active est appelée à bénéficier de l'assurance-vieillesse, en principe, dans le cadre du régime général, dès 1947 (loi du 13 septembre 1946), ce qui, à l'évidence, suppose l'unification du système de retraite.

3. L'échec de la tentative d'unification du système de retraite

a) C'est d'abord l'échec de l'unification des régimes de base.

- Les régimes spéciaux, maintenus à titre provisoire par l'ordonnance du 4 août 1945, subsistent car leurs bénéficiaires restent attachés à des avantages souvent supérieurs à ceux du régime général.

- Les travailleurs non salariés obtiennent la création de régimes autonomes. La loi du 7 janvier 1948 institue quatre régimes autonomes pour les non salariés :

. la C.A.N.C.A.V.A. (Caisse autonome nationale de compensation de l'assurance-vieillesse artisanale) pour les artisans ;

. l'O.R.G.A.N.I.C. (Organisation autonome nationale de l'industrie et du commerce) pour les professions industrielles et commerciales ;

. le régime des professions libérales, éclaté par profession et qui comprend 13 caisses différentes ;

. quant aux exploitants agricoles, l'existence de leur régime autonome est consacrée par une loi du 10 juillet 1952.

b) L'échec de l'unification, a aussi pour conséquence le développement de nombreux régimes complémentaires car le montant de la seule retraite du régime général s'avère trop faible.

- la convention collective interprofessionnelle en date du 14 mars 1947 organise le régime des cadres salariés en créant l'A.G.I.R.C. (Association générale des institutions de retraite des cadres).

- dans le même esprit, sont créés en 1953 l'O.R.C.A.C.I.M. (Institution de retraites complémentaires des agents de maîtrise et des contremaîtres) et en 1957 l'U.N.I.R.S. (Union nationale des institutions de retraites des salariés) qui concernent les non-cadres.

- Mais les caisses de non-cadres sont, du point de vue démographique (rapport des cotisants aux allocataires), dans des situations très différentes. Aussi, fallut-il songer à organiser une certaine compensation entre elles. C'est ce qu'institue l'accord interprofessionnel du 8 décembre 1961 créant l'A.R.R.C.O. (Association des régimes de retraites complémentaires). Cette association, qui inclut l'U.N.I.R.S., est chargée de réaliser la nécessaire compensation entre les nombreuses caisses de retraite complémentaire de non-cadres.

4. Les années récentes traduisent une tendance à l'harmonisation

A partir de 1972, de nouvelles orientations traduisent la volonté de revenir à une plus grande cohérence et aux thèmes de base, généralité et solidarité, qui sous-tendaient l'ordonnance du 19 octobre 1945. Le nouveau plan se ramène à trois propositions :

- tous les Français doivent être rattachés à un régime d'assurance-vieillesse ;

- ces différents régimes doivent servir des prestations harmonisées ;

- la diversité de leurs structures démographiques impose de mettre en oeuvre une solidarité appelée à neutraliser cette diversité par le jeu d'une compensation financière.

Cette tendance nouvelle à l'harmonisation apparaît dans plusieurs textes législatifs :

- la loi du 3 juillet 1972 réalise, pour le régime des industriels et des commerçants et celui des artisans, l'alignement des cotisations et des prestations sur celles du régime général ;

- la loi de finances pour 1974 organise une compensation financière entre tous les régimes de base ;

- la loi du 29 décembre 1972, qui rend obligatoire pour les salariés l'appartenance à un régime complémentaire, va également dans le sens de l'unification ;

- la loi du 4 juillet 1975 parachève la généralisation de la protection vieillesse en France en rendant obligatoire l'affiliation à un régime d'assurance-vieillesse de toutes les personnes exerçant une activité professionnelle.

Enfin, la loi d'orientation n° 82-3 du 6 janvier 1982 a autorisé le Gouvernement à prendre des mesures d'ordre social afin de modifier la législation relative aux régimes de retraite et d'assurance-vieillesse en vue de permettre aux salariés de bénéficier dès l'âge de 60 ans d'une retraite à taux plein s'ils remplissent certaines conditions de durée d'assurance et d'activité, notamment 37,5 années de cotisations.

*

* *

Une telle évolution du système d'assurance-vieillesse en France depuis le début du XX^e siècle explique que la situation actuelle soit aussi complexe que diverse.

C. CETTE EVOLUTION SE TRADUIT PAR UNE MOSAIQUE COMPLEXE DE REGIMES DE RETRAITE

1. Une organisation complexe

Schématiquement, le système se présente ainsi :

- Les salariés de l'industrie, du commerce, des services, des professions libérales, etc... sont couverts par le régime général (41 % des retraités).

- Les salariés de secteurs particuliers (principalement secteurs public et nationalisé) relèvent de régimes spéciaux (22 % des retraités). Parmi les principaux, on peut citer : fonctionnaires civils et militaires, agents des collectivités locales, ouvriers de l'Etat, Imprimerie nationale, mineurs, marins de commerce, S.N.C.F., R.A.T.P., E.D.F.-G.D.F., Crédit foncier, Banque de France, etc...

- Les salariés agricoles ont leur régime propre (8,5 % des retraités).

- Les non-salariés (26 % des retraités) relèvent de cinq régimes autonomes : exploitants agricoles, industriels et commerçants, artisans, professions libérales, avocats.

- Les personnes âgées démunies de ressources et non prises en charge par l'un de ces régimes reçoivent une allocation minimale servie par un Fonds spécial d'allocations de vieillesse (2,5 % des retraités).

- Des régimes complémentaires, créés par voie conventionnelle, s'ajoutent aux retraites de base servies par les régimes d'assurance vieillesse. Parmi les principaux, on citera : le régime des cadres, les régimes des salariés non-cadres des professions non agricoles, les régimes des salariés agricoles, les régimes complémentaires des non-salariés.

2. La diversité des prestations

Cette structure des régimes de retraites recouvre trois grandes catégories de ressources de vieillesse, dont les montants sont loin d'être équivalents :

- . les pensions de base, avantages "contributifs", c'est-à-dire servis en contrepartie de cotisations. Dans le régime général, cela correspond à environ 50 % du salaire.

- . les retraites complémentaires, versées en échange d'un effort de cotisation supplémentaire.

- . des prestations "non contributives" qui permettent d'assurer un minimum de ressources à toutes les catégories de la population, même si elles n'ont pas, ou pas suffisamment cotisé à un régime de retraite. Ce type d'avantages ne présente plus aujourd'hui qu'un caractère subsidiaire et tendra à disparaître. C'est le cas, par exemple, de l'allocation aux vieux travailleurs salariés (A.V.T.S.). L'insuffisance de ces avantages minimaux a elle-même provoqué la création, en 1956, de l'allocation supplémentaire du Fonds national de solidarité. Le total d'une allocation de base ou d'une pension servie au taux minimal et de l'allocation supplémentaire forme le "minimum vieillesse".

3. Le financement des régimes de retraite

a) Répartition ou capitalisation

Les systèmes de retraite fonctionnent selon deux modalités : soit un régime par répartition, soit un régime de capitalisation.

Dans le système par répartition, les pensions versées aux retraités sont financées directement par les cotisations prélevées sur les revenus des personnes actives du moment.

Dans le système par capitalisation, les pensions versées aux retraités sont financées par leur propre épargne, prélevée sur leur revenu pendant leur période d'activité et placée dans l'intervalle.

Dans un système de répartition, le paramètre essentiel est le rapport du nombre des actifs, qui cotisent, à celui des retraités, qui perçoivent.

Dans un système de capitalisation, c'est le taux d'intérêt réel des placements, c'est-à-dire le taux d'intérêt du marché corrigé du taux d'inflation.

b) La constitution de retraites par capitalisation n'existe pratiquement pas en France

A la différence de nombreux autres pays, le système de retraites par capitalisation est encore peu développé en France.

Pour les pensions de base, la France, comme la quasi-totalité des pays développés, utilise la technique de la répartition.

Pour les régimes complémentaires, la France, contrairement à la plupart des autres pays industrialisés (Etats-Unis, R.F.A., Suisse, Japon, Belgique, Pays-Bas), utilise aussi le système par répartition.

Cette préférence de la France pour le "tout répartition" a des raisons historiques.

Les divers régimes d'assurance-vieillesse mis sur pied avant la seconde guerre mondiale fonctionnaient le plus souvent selon la technique de la capitalisation. Mais les très mauvaises performances enregistrées par celle-ci, en raison de l'inflation, on amené, en 1945 et dans les années qui ont suivi à opter pour la technique de la répartition à tous les niveaux.

Or, compte tenu du vieillissement prévisible de la population, les régimes de retraites par répartition risquent de peser très lourdement sur les personnes en activité d'ici moins d'un quart de siècle.

II. L'AVENIR DES RETRAITES

La France est confrontée à deux défis en matière de politique des retraites : un défi démographique d'une part, car le vieillissement de la population française est inéluctable, un défi financier d'autre part car les dépenses de retraite, qui ont augmenté ces dernières années de 5 % par an en francs constants, vont peser plus lourdement sur les personnes en activité. Mais cela ne devrait pas signifier la fin des retraites par répartition. Simplement, il convient de préparer à temps les évolutions nécessaires pour éviter toute décision improvisée aux effets mal mesurés.

A. LE DEFI DEMOGRAPHIQUE

Depuis le début des années quatre-vingt, les prises de position se multiplient pour rappeler que les régimes de retraite par répartition, en France comme à l'étranger, sont menacés par l'évolution économique et démographique.

1. Le vieillissement démographique est appelé à s'accroître (1)

a) Ce phénomène existe déjà depuis quarante ans

L'augmentation du poids relatif des personnes âgées de plus de 60 ans dans la population française s'explique par la baisse de la fécondité d'une part, par la diminution de la

(1) Ces indications sont pour la plupart extraites du rapport du Commissariat Général du Plan intitulé "Vieillir Solidaires" et publié en juin 1986 par la Documentation Française.

mortalité aux grands âges d'autre part. Mais depuis quarante ans, cette évolution tendancielle a été dissimulée par deux évènements :

- les classes âgées sont peu nombreuses en raison du déficit des naissances de la Grande Guerre ;
- les classes adultes sont gonflées par le "baby-boom" des années 1945-1965.

Si bien que les personnes âgées de plus de 60 ans représentent 18,3 % seulement de la population totale, soit à peine plus qu'en 1946 (16 %).

b) Ce vieillissement va s'accroître jusqu'en 2040

Si la fécondité se maintient à son niveau actuel (1,8 enfant par femme), la proportion des personnes de plus de 60 ans passera à 29,9 % en 2040. Même dans l'hypothèse plus favorable où la fécondité se redresserait au niveau propre à assurer le renouvellement des générations (2,1 enfants par femme), la proportion des personnes âgées augmenterait fortement, jusqu'à atteindre 26,1 % en 2040. Une baisse plus rapide que prévue de la mortalité aggraverait encore cette évolution.

c) Ce vieillissement se poursuivra selon un processus lent qui s'étalera sur une trentaine d'années

Comme l'indique le rapport "Vieillir solidaires", la croissance du nombre des plus de 60 ans "n'a pas lieu brutalement mais s'effectue progressivement entre 2005 et 2035. Quelle que soit l'hypothèse de fécondité prise en compte, le maximum de charge démographique de la vieillesse n'est atteint que vers 2035".

**Evolution du nombre de personnes âgées de plus de 60 ans
et de la charge potentielle de la vieillesse, France, 1985-2040 (1)**

Année	Nombre de personnes de plus de 60 ans (milliers)	Rapport de charge = Population de plus de 60 ans Population de 20 à 60 ans	
		Fécondité : 1,8	Fécondité : 2,1
1985	9.974	0,343	0,343
1995	11.391	0,370	0,370
2005	12.053	0,377	0,377
2010	13.256	0,421	0,419
2015	14.396	0,468	0,458
2020	15.307	0,508	0,489
2025	16.126	0,551	0,520
2030	16.685	0,587	0,543
2035	17.008	0,618	0,557
2040	16.642	0,616	0,539

Le même rapport fait apparaître que d'ici à "2005, le poids relatif des personnes de plus de 60 ans n'augmentera que lentement (+ 0,5 % en moyenne par an) puis s'alourdira fortement entre 2005 et 2035. La vingtaine d'années qui vient laisse donc un répit pour se préparer à affronter le XXIème siècle".

Une remontée même faible du taux de fécondité viendrait atténuer considérablement les effets de l'alourdissement mentionné dans le tableau ci-dessus.

(1) Source : I.N.S.E.E. (cité dans le rapport "Vieillir solidaires" du Commissariat Général du Plan - Documentation Française - Juin 1986).

2. Cette évolution démographique se double d'une évolution sociologique

Les personnes âgées sans activité ont des besoins propres. Il faut bien sûr des ressources suffisantes et régulières pour "profiter de sa retraite" mais aussi un environnement social favorable et des services appropriés aux nécessités du grand âge.

Pour répondre à ces impératifs du vieillissement, il convient de mieux maîtriser la charge financière des retraites. Le système de retraites, qui transfère déjà plus de 10 % du revenu national, sera en effet fortement affecté par le vieillissement démographique.

B. LE DEFI FINANCIER (1)

1. 1950-1975 : une période exceptionnellement favorable pour le système des retraites

En France, comme dans la plupart des autres pays développés, la période 1950-1975 est spécialement faste pour les régimes de retraite. Le rapport démographique cotisants/retraités, même s'il a tendance à décroître en raison d'une augmentation plus rapide des allocataires que des cotisants, reste cependant élevé. Il permet des revalorisations de pension qui vont nettement au-delà de l'augmentation moyenne des revenus d'activité. Envisagés en régime permanent, les taux de rendement sectoriels de ces différents systèmes de répartition sont considérables. Durant toute cette période, les retraites ont à coup sûr constitué le meilleur placement possible, plus intéressant que la Bourse et que l'immobilier.

(1) Ces indications sont, pour la plupart, extraites de deux ouvrages :
- "Vieillir Solidaires", rapport du Commissariat Général du Plan publié en juin 1986.
- "La fin des retraites" par André Babeau - Collection Pluriel, Hachette, 1985.

Cet âge d'or des retraites s'explique par la conjonction de facteurs favorables :

- le boom des naissances de l'après-guerre,
- l'importance de l'immigration,
- l'augmentation du taux d'activité des femmes.

La disparition progressive de ces facteurs explique que les perspectives soient désormais différentes et que, dans l'avenir, il faudra ajuster en permanence prestations et cotisations dans des conditions beaucoup plus difficiles.

2. Les perspectives d'avenir sont moins favorables

Deux séries de projections à long terme (1) ont été faites pour apprécier ce que pourrait être l'évolution du système français de retraites d'ici 30 à 40 ans sous l'effet conjugué de l'évolution de la démographie et de celle l'économie. Ces projections ont cependant leurs propres limites car elles ne font que projeter à un horizon déterminé le système existant en supposant ce dernier figé.

L'étude du Commissariat Général du Plan montre que les facteurs favorables de la période 1950-1975 ont constitué une sorte de "rente de croissance" qui a permis aux régimes de répartition créés après 1945 d'asseoir leur équilibre sur des bases supérieures à celles qui sont compatibles avec un effectif constant et d'améliorer la retraite moyenne servie par rapport au salaire brut. La disparition progressive de ces facteurs favorables va entraîner nécessairement une diminution du rendement des systèmes de retraite par répartition.

(1) - Projection tendancielle à long terme du rendement des régimes de retraite réalisée par le Commissariat Général du Plan. Un résumé figure dans le rapport "Faire gagner la France".
- Projection des prestations vieillesse et survie à horizon 2020 réalisée par la Direction de la Prévision.

L'étude de la Direction de la Prévision met en lumière plusieurs évolutions :

- une dégradation sensible du rapport retraités sur actifs occupés : de 31 % en 1985, il devrait atteindre 39 % dès 2000 et se stabiliser à 45 % en 2020,

- une tendance à l'augmentation du poids des retraites (prestations vieillesse et survie) en pourcentage du revenu d'activité. La charge des prestations-vieillesse, qui représentait 12 % du revenu d'activité en 1975, 16 % en 1985, devrait atteindre 27 % en 2020. Cette évolution s'explique notamment par le nombre croissant de retraités et par l'augmentation des droits acquis, surtout par les femmes au titre de leur activité passée ; alors que les femmes âgées ne reçoivent aujourd'hui, dans nombre de cas, que le minimum-vieillesse, elles auront acquis demain le droit à une véritable retraite.

Evolution des prestations vieillesse et survie (1)

	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2020
Prestations vieillesse et survie en % du revenu d'activité	12	14	16	17	19	20	22	24	25	27
Taux de croissance annuel moyen en %		2,9	2,7	1,4	1,5	1,8	1,4	1,7	1,5	0,9

Cette augmentation de la charge des prestations-vieillesse selon un processus lent, s'étalera sur 35 ans. Elle s'effectuera à un rythme moyen de + 1,5 % par an, soit la moitié de celui constaté au cours des dix dernières années.

L'enseignement à tirer de ces projections est donc clair. Alors que la période 1950-1975 avait permis de revaloriser les pensions au-delà de l'augmentation moyenne des revenus d'activité, les perspectives d'avenir sont très différentes : l'alourdissement des efforts demandés aux actifs permettra au mieux de maintenir les règles actuelles de liquidation des pensions.

(1) Projection des prestations vieillesse et survie à l'horizon 2020 par la Direction de la Prévision.

Aujourd'hui, les Français manifestent une certaine inquiétude sur l'avenir de leur retraite et la pérennité des régimes auxquels ils sont affiliés. Les sociétés d'assurance développent et lancent sur le marché de nouveaux produits appelés "épargne-retraite" ou même simplement "retraite".

L'idée s'est profondément installée dans les esprits que l'évolution des régimes de répartition conduira d'ici 20 ans à une diminution des retraites perçues.

C. QUELLES SOLUTIONS POUR MIEUX MAITRISER LA CHARGE FINANCIERE DES RETRAITES ?

Le système de retraite sera fortement affecté dans l'avenir par deux phénomènes :

- le vieillissement de la population,
- l'accroissement de l'activité féminine.

La population active progressant lentement et la population âgée, bénéficiant à plein des progrès de la couverture sociale, augmentant, cette conjonction explique la détérioration de l'équilibre financier du régime général vieillesse : le déficit a été de 15 milliards de francs en 1986 et le déficit prévisionnel pour 1987 s'élève à 13,64 milliards de francs.

Le système français de retraite n'est "nullement condamné" à accabler de charges sociales salariés et entreprises ou à réduire le pouvoir d'achat des retraités. Selon le rapport "Vieillir solidaires", ce système nécessite, pour résister à la poussée du troisième âge, des "adaptations et non pas des bouleversements. Etalée sur un demi-siècle, une augmentation de 65 % de la population âgée de plus de 60 ans est un phénomène maitrisable qui ne justifie pas un excès d'inquiétude".

Le rapport du Plan précise qu'"un large recours à la capitalisation constituerait une solution inappropriée". Ce point de vue est étayé par les arguments suivants :

- "le système de retraite par capitalisation n'échappe pas plus que le système par répartition aux aléas démographiques".

- "les caisses par répartitions actuelles fournissent un revenu de remplacement satisfaisant à la majorité des salariés et pourront continuer à le faire, dans des conditions de rentabilité satisfaisante, et sans les aléas financiers que comporte inévitablement la formule de capitalisation".

- "Il convient d'annoncer rapidement et d'opérer progressivement les réformes nécessaires pour assurer en permanence l'équilibre financier du système qu'une évolution, même très favorable de l'emploi ne suffirait pas à rétablir durablement".

Le rapport estime "que la révision de l'âge de la retraite n'est envisageable qu'à la condition que le chômage soit résorbé, et qu'elle ne doit pas prendre la forme d'un recul brutal et uniforme. Il faut supprimer la notion de retraite couperet".

Le rapport préconise plusieurs mesures :

- "un allongement de la durée de cotisation nécessaire pour obtenir une pension à taux plein, de façon à ce que les travailleurs ayant effectué une carrière longue (40 ans) continuent à pouvoir prendre leur retraite à 60 ans ;

- la retraite progressive (le travailleur réduirait graduellement son activité à partir de 60 ans, et recevrait une pension partielle qui progresserait parallèlement) faciliterait l'adaptation du jeune retraité à sa nouvelle vie et allègerait la charge financière des caisses ;

- la retraite avant 60 ans, dont bénéficient statutairement certaines catégories d'agents du secteur public, devrait être réservée aux salariés ayant exercé un emploi vraiment pénible, dans le secteur public ou privé".

"Le mode de calcul des pensions mérite également d'être révisé. En effet, les personnes âgées, grâce à des pensions qui sont devenues satisfaisantes, souvent complétées par un

patrimoine substantiel, bénéficient d'un niveau de vie comparable à celui des actifs. Si rien n'est fait, les pensions augmenteront en moyenne plus vite que les revenus d'activité, puisqu'elles rémunèrent des périodes d'activité de plus en plus longues (ce mécanisme, lié à l'augmentation de l'activité féminine, joue davantage que l'évolution démographique dans l'alourdissement tendanciel des charges du système de retraite). L'objectif préconisé est de neutraliser cette dérive spontanée, et de faire en sorte que les pensions, en moyenne, augmentent au même rythme que le revenu des actifs."

En conclusion, le rapport affirme que "2005 ne correspond pas à une rupture de l'équilibre financier des régimes de retraite". Cependant, pour éviter la "dégradation" de la situation, il recommande de répartir les "ajustements progressifs et planifiés" entre les actifs et les retraités. "La pérennité du système de retraite, souligne-t-il, impose de voir loin mais d'agir tout de suite. C'est dès maintenant que la stratégie doit être arrêtée et mise en oeuvre".

France : personnes de 60 ans ou plus
pour 100 personnes âgées de 20 à 59 ans (1)

	Taux de fécondité (nombre d'enfants par femme)			
	1,4	1,8	2,1	2,4
1982	34,6	34,6	34,6	34,6
2000	33,9	34,6	34,6	34,6
2025	51,9	46,7	43	38,3
2075	64,9	50,8	41,9	32,8
Augmentation théorique du taux de cotisation de 1982 à 2025	+ 50 %	+ 35 %	+ 24 %	+ 11 %
Augmentation théorique du taux de cotisation de 1982 à 2075	+ 88 %	+ 47 %	+ 21 %	- 5 %

(1) Source ; calculs effectués à partir de D. BLANCHET "Les retraites menacées par la dénatalité ?", Projet, mars-avril 1985, p. 51.

**Quatre pays : personnes de plus de 65 ans pour 100 personnes
âgées de 20 à 65 ans (2)**

	Taux de fécondité		Rapport de dépendance		Variation théorique du taux de cotisation (%)
	1980-	2020-	1985	2025	1985-2025
France	1,8	2,08	21	34	+ 62
R.F.A.	1,4	2,02	22,5	40	+ 78
Etats-Unis	1,8	2,1	20	31	+ 55
Japon	1,7	2,07	16	37	+ 131

(2) Source : O.N.U., Demographic Indicators of Countries, New-York, 1982, scénario médian.

III. DEVELOPPER L'EPARGNE LONGUE EN VUE DE LA RETRAITE

A la différence de nombreux autres pays, la constitution de retraites par capitalisation n'existe pratiquement pas en France. Or, compte tenu de l'évolution démographique, les régimes de retraite par répartition risquent de peser très lourdement sur les personnes en activité d'ici moins d'un quart de siècle et risquent de ne pas assurer à terme un revenu satisfaisant aux bénéficiaires. Il existe donc de fortes raisons de se préoccuper de favoriser une épargne à long terme qui soit disponible au moment de la retraite. En effet, les retraites privées par capitalisation sont encore modestes dans notre pays.

A. LES RETRAITES PRIVEES PAR CAPITALISATION : DES MODALITES NOMBREUSES

- la formation d'une épargne dans l'entreprise bénéficiant d'une gestion collective vise à favoriser la constitution et le développement d'une épargne nouvelle destinée au financement des investissements des entreprises. Elle peut prendre deux formes :

. Les plans d'épargne d'entreprise, créés en 1967, sont destinés à recevoir la participation des salariés aux fruits de l'expansion, les versements volontaires des salariés et une aide financière de l'entreprise. Les sommes ainsi recueillies par le plan d'épargne sont obligatoirement gérés par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement.

Ce mécanisme est très souple dans son application et connaît depuis quelques années un certain développement. On peut estimer le nombre de plans ouverts à environ 1.500.

. Les fonds salariaux ont été créés par la loi de finances de 1984 pour recueillir l'épargne salariale. Ils permettent aux entreprises de collecter les versements de leurs salariés pour les affecter notamment au financement de leurs investissements.

Une incitation fiscale importante est prévue puisque les salariés bénéficient d'un crédit d'impôt à hauteur de 25 % des sommes versées dans une limite de 5.000 francs par an.

- les compagnies d'assurances proposent des formules d'épargne-retraite. C'est surtout selon ce mécanisme que la capitalisation a progressé en France au cours des dernières années. Il s'agit de contrats individuels de retraite, gérés individuellement par l'épargnant, avec des versements libres dans leur montant et leur périodicité. A la sortie, un capital ou une rente viagère sont versés à l'âge de départ à la retraite.

Ce type d'épargne emprunte beaucoup aux Individual Retirement Accounts mis en place aux Etats-Unis en 1974 et revivifiés en 1981 (cf. infra).

B. LES RETRAITES PIVEES PAR CAPITALISATION : ELLES INTERESSAIENT DES CATEGORIES DE MENAGES AISEES

En 1983, une étude (1) a montré que les taux de remplacement servis par le régime général et les régimes complémentaires étaient supérieurs à 70 % pour les non cadres et de seulement 51 % pour les cadres touchant un dernier revenu égal à quatre fois le plafond de la sécurité sociale.

(1) Source : Centre d'études sur les rendements et sur les coûts.

Seule, une exonération fiscale plus large des primes versées dans le cadre des contrats de capitalisation serait de nature à accélérer la tendance et à intéresser de plus larges catégories de contribuables.

C. LES SOMMES COLLECTÉES PAR LA CAPITALISATION RESTENT MODESTES

Elles représentaient, en 1985, 30 milliards de francs contre 500 milliards de prestations-vieillesse versées par l'ensemble des régimes.

La comparaison avec les Etats-Unis, pays pilote en matière de retraites privées par capitalisation, est éclairante. Quinze millions d'Américains ont un compte d'épargne-retraite et les pensions privées aux Etats-Unis représentent 25 à 30 % des ressources de quelque 12 millions de retraités (1).

Il convient toutefois de préciser que la capitalisation ne saurait être une panacée aux difficultés financières prévisibles des régimes de retraite.

M. André Babeau (2) observe que "l'attrait de la capitalisation repose sur le devenir des taux d'intérêt réels à horizon 2020 ou 2040. Or rien ne garantit la pérennité de différentiels positifs. Ceux-ci tiennent en effet à des situations dont le caractère structurel n'est pas acquis. Causes externes : les taux américains dûs au déficit du budget fédéral et à la politique monétaire sont élevés et la situation de change de la France est fragile. Il est hasardeux de se prononcer sur l'état du budget américain dans le long terme comme sur la situation économique extérieure de la France à même horizon. Causes internes : le développement du risque, l'innovation financière, les plus values en capital.

(1) Jean-Pierre Dumont, le Monde du 24 avril 1987.

(2) "La fin des retraites", André Babeau, Collection Pluriel. Hachette, 1985.

Toutes ces causes sont conjoncturelles dans leurs effets. Enfin, certains avancent l'effet d'éviction dû au déficit budgétaire. Mais outre que cet effet n'est pas évident, la permanence du déficit n'est pas acquise. On ne saurait dès lors trop se garder de la tentation de passer de l'"Etat-Providence" au "Marché Financier-Providence".

Le refus de choix binaire conduit ainsi à constater que cotiser, quelqu'en soit le régime, c'est acquérir des créances sur les générations futures dont nul ne peut garantir la valeur et qu'il vaut donc mieux diversifier les risques en ouvrant la possibilité d'obtenir des pensions de retraite issues de mécanismes de capitalisation en supplément des pensions versées par répartition, étant entendu que seule la croissance de l'économie garantit que les créances seront correctement honorées".

Il convient donc d'être prudent et considérer que c'est le légitime attachement des Français aux régimes de répartition qui rend nécessaire de les conforter en diversifiant les mécanismes de retraites par un recours limité à la capitalisation.

Mais ce recours ne saurait être envisagé sans prendre en considération l'évolution récente et la structure de l'épargne des ménages.

**IV. UN EXEMPLE REUSSI
DE NOUVELLE FORME D'EPARGNE LONGUE :
LES "INDIVIDUAL RETIREMENT ACCOUNTS"
AUX ETATS-UNIS
(Comptes d'épargne individuelle pour la retraite)**

Les systèmes de retraites aux Etats-Unis se caractérisent par la coexistence d'un système public obligatoire par répartition - l'OASI : Old Age and Survivors Insurance (Assurance-vieillesse et reversion) - couvrant environ 90 % de la population et d'un système privé - pensions Funds (Fonds de pensions) - qui, concernant à peu près la moitié des salariés dans le cadre de conventions collectives et deux millions et demi d'assurés volontaires, fonctionne sur le principe de la capitalisation.

**A. L'OASI (OU ASSURANCE-VIEILLESSE ET REVERSION)
EST LE REGIME LEGAL DE BASE**

M. Jean-Pierre DUMONT (1) observe que "la sécurité sociale constitue le principal pilier de la protection des retraités américains : 91 % des personnes âgées, aux Etats-Unis, reçoivent une pension de leur sécurité sociale au lieu de 69 % en 1962. Pour 46 % des personnes âgées, cette pension constitue la totalité de leurs ressources et pour 16 % encore plus de la moitié. En moyenne, la pension sociale représente 38 % du revenu des américains de plus de soixante cinq ans, alors que les pensions privées dépassent à peine 6 %".

(1) La retraite-épargne aux Etats-Unis. Le Monde du 24 avril 1987

Aux U.S.A., l'âge légal de la retraite est de 65 ans pour les hommes comme pour les femmes, mais sera progressivement reculé jusqu'à 68 ans à partir de l'an 2000. Le montant de la retraite (PIA: Primary Insurance Account) dépend du nombre d'années de cotisations, de l'âge du retraité et, de façon dégressive, du salaire.

B. LES REGIMES COMPLEMENTAIRES FACULTATIFS

M. Jean-Pierre DUMONT précise que "les pensions privées ne sont pas pour autant insignifiantes puisqu'elles représentent près d'un tiers des ressources de quelque 12 millions de retraités. En 1983, ceux qui ne bénéficiaient que d'une pension de la sécurité sociale avaient un revenu moyen de 6.270 dollars par an, tandis que les retraités cumulant sécurité sociale et pension privée atteignaient 14.400 dollars.

Les pensions privées par capitalisation ont en effet connu un large essor ces cinquante dernières années, avec une légère régression depuis la crise. En 1930, quatre millions de salariés, soit 12 % de la population concernée, bénéficiaient d'un plan d'épargne-retraite d'entreprise, avec, le plus souvent, une seule cotisation patronale. En 1981, ils étaient, dans le secteur privé, 36,4 millions, soit 50,3 % des salariés de ce secteur (au lieu de 55 % en 1979).

**Proportion, en 1983, de salariés américains couverts
par un plan retraite d'entreprise (1)**

Selon la nature de l'entreprise	- manufacturière	69 %
	- non manufacturière	44 %
Selon la taille de l'entreprise	- plus de 500 salariés	82 %
	- moins de 100 salariés	83 %
Selon le niveau des salaires	- moins de 10.000 dollars/an.	32 %
	- de 10.000 à 24.999 dollars/an	67 %
	- 25.000 dollars et plus	82,8 %
Selon l'influence syndicale	- entreprise avec contrat syndical	82 %
	- entreprise sans contrat syndical	44 %

S'y ajoute, depuis 1974, le système très souple des comptes individuels de retraite (Individual Retirement Accounts) ou IRA".

**C. UNE NOUVELLE FORME D'EPARGNE LONGUE :
LES I.R.A. (OU COMPTES D'EPARGNE INDIVIDUELS
POUR LA RETRAITE) (2)**

Le programme dit de redressement économique du Président Reagan, élaboré en 1981, visait à rétablir une croissance économique s'appuyant sur l'investissement et non la consommation. L'un des paris qui sous-tendent le succès de cette politique est donc le relèvement du taux d'épargne des ménages américains.

(1) Tableau extrait d'une étude américaine : The Changing Profile of Pensions in America, sous la direction du docteur Emily S. Andrews de l'Employee Benefit Research Institute (EBRI) à Washington (cité par Jean Pierre DUMONT in Le Monde du 24 avril 1987).

(2) Les indications qui suivent sont extraites de deux notes du conseiller financier de l'Ambassade de France aux Etats-Unis, datées du 23 février 1982 et du 12 septembre 1985.

Dans cet esprit, l'une des dispositions les plus intéressantes du "Economic Recovery Act" de 1981 est celle qui, à compter de janvier 1982, généralisa la faculté pour les travailleurs américains de constituer en franchise d'impôt des économies pour leur retraite en ouvrant des comptes individuels de retraite ("individual retirement accounts" ou I.R.A.).

1. Les méthodes : souplesse d'utilisation et avantages fiscaux

Il convient d'abord de rappeler que les I.R.A. ne sont pas à proprement parler une innovation puisqu'ils existent depuis 1974 mais l'"Economic Recovery Act" de 1981 assouplit considérablement leurs conditions d'éligibilité et d'utilisation et accroît les montants maximum des franchises fiscales.

Avant 1981, seuls les travailleurs non couverts par un plan de retraite d'entreprise pouvaient ouvrir un I.R.A. et bénéficier de la nouvelle loi fiscale. La nouvelle loi fiscale permet à tous les travailleurs, touchant des revenus et âgés de moins de 70 ans, d'ouvrir un ou plusieurs I.R.A. et de déduire de leurs revenus imposables le montant des versements effectués ainsi que des intérêts, dividendes ou plus-values qu'ils produisent.

Le montant maximum déductible du revenu imposable chaque année est fixé à :

- 2.000 dollars pour un travailleur célibataire, veuf ou divorcé,
- 2.250 dollars pour un travailleur marié dont l'épouse ou l'époux ne travaille pas (à condition que deux I.R.A. soient ouverts au nom de chacun des époux et que les versements sur l'un ou l'autre ne dépassent pas 2.000 dollars par an);
- 4.000 dollars pour un couple marié dont les deux époux travaillent (chacun étant titulaire d'un I.R.A. plafonné à 2.000 dollars).

L'avantage fiscal est double:

1°. chaque année une déduction peut être opérée sur les revenus imposables. Ainsi, un contribuable ayant un revenu imposable de 30.000 dollars et ouvrant un I.R.A. à hauteur de 2.000 dollars ne déclarera que 28.000 dollars. L'avantage fiscal, pour un ménage, sera de 638 dollars.

2°. Les intérêts, dividendes ou plus-values engendrés par les fonds déposés sont réinvestis nets d'impôts. Ainsi 2.000 dollars déposés chaque année pendant 30 ans avec un taux d'intérêt de 8 % engendreront, nets d'impôt, 265.000 dollars. En imaginant un déposant soumis à une imposition de 50 %, la somme ainsi accumulée nette d'impôts sera au bout de 30 ans, imposée à ce taux et laissera au déposant 132.500 dollars.

Au contraire, 2.000 dollars déposés chaque année pendant 30 ans avec un taux d'intérêt de 8 %, mais imposés chaque année au taux de 50 %, n'auront accumulé au bout de 30 ans que 60.000 dollars.

Pour bénéficier de ces déductions, le contribuable doit verser au cours de l'année fiscale et au plus tard avant la date limite d'envoi des déclarations fiscales, les sommes qu'il entend économiser pour sa retraite, en un ou plusieurs versements. Aucune limite minimum n'est d'ailleurs imposée pour ces versements.

L'avantage fiscal concédé n'est pas définitif: il s'agit seulement d'un report d'impôt jusqu'à la date de retrait des fonds qui ne peut s'opérer avant que le titulaire du compte ait au minimum atteint 59 ans et demi. Au moment où tout ou une partie des fonds est retiré, le montant de ces fonds doit être ajouté au revenu imposable mais, comme on peut supposer que le revenu de retraite est moins élevé que le revenu d'activité, il subsiste un avantage fiscal lié à la progressivité du tarif de l'impôt sur le revenu. Si le retrait intervient toutefois avant que le déposant ait atteint l'âge de 59 ans et demi, une pénalité fiscale de 10 % est appliquée, sauf en cas d'invalidité permanente.

Deux cas particuliers doivent cependant être signalés :

- d'une part, si le titulaire d'un I.R.A. décède, ses ayants-droit peuvent, soit retirer immédiatement l'argent et acquitter l'impôt sur les sommes retirées, soit disposer de l'argent progressivement durant une période supérieure à 3 ans et ne pas acquitter d'impôt, soit si l'ayant-droit est l'époux ou l'épouse, transférer sans limite les montants qui leur reviennent sur leur propre I.R.A. en franchise (provisoire) d'impôts ;

- d'autre part, compte tenu de la variété des placements auxquels il est possible de procéder avec des fonds I.R.A. (voir infra), un retrait est possible pour réinvestissement sous une autre forme à condition que ce dernier intervienne avant 60 jours.

Toutefois, à partir de 70 ans et demi, le déposant doit impérativement commencer à retirer ses fonds en montants suffisants pour amener son compte I.R.A. à zéro au terme de ses années probables de vie restant à courir, définies par une table de mortalité établie par les services fiscaux.

L'"Economic Recovery Act" de 1981 offre une grande variété de placements possibles pour les sommes versées dans les I.R.A. : dépôts d'épargne, dépôts à terme, valeurs mobilières, titres de la dette publique, annuités de retraite proposées par les compagnies d'assurances, parts de fonds communs de placement... Sont cependant exclus les objets d'art et de collection, les polices d'assurance-vie et les acquisitions foncières et immobilières (car l'actif doit être acquis à 100 % par les fonds I.R.A. sans avoir à recourir à un quelconque emprunt). Toutes les catégories d'institutions financières (banques commerciales, "Thrift Institutions", "Money Market Funds", "brokers", compagnies d'assurances) sont en compétition pour recueillir les fonds des titulaires d'I.R.A.

Compte tenu de la composition de son patrimoine, chaque épargnant doit faire son choix en fonction du taux de rendement proposé, du risque pris et du montant des commissions. Il doit aussi décider de la part qu'il compte prendre dans la gestion de son patrimoine, certains "brokers" proposant des formules dans lesquelles l'épargnant est libre de gérer lui-même son portefeuille de titres. Bien évidemment, l'épargnant doit être attentif aux conséquences fiscales de ses décisions : ainsi, l'acquisition de titres exempts de taxes ou la réalisation de

plus-values dans le cadre des I.R.A. peut se traduire à terme par un traitement fiscal moins favorable, les sommes retirées étant taxées quelle que soit leur provenance.

En ce qui concerne les institutions de dépôts (banques commerciales et "Thrift Institutions"), ces dernières ont été autorisées par le "Depository Institution and Deregulation Committee", à ouvrir des "I.R.A. accounts" qui, à condition que les fonds déposés soient à échéance d'au moins 18 mois, échappent à la "Regulation Q", c'est-à-dire peuvent être rémunérés librement. Les institutions de dépôts proposent aux épargnants soit des formules à taux fixe, soit des formules à taux variables (souvent indexés sur le taux des bons du Trésor à six mois) dont l'échéance s'étale entre dix-huit mois et cinq ans.

2. Les résultats obtenus ont été remarquables

a) Le montant des dépôts en comptes I.R.A. a quintuplé entre le début de 1982 et la fin de 1984.

Le montant des dépôts I.R.A. est passé de 26 milliards de dollars début 1982 à 132 milliards de dollars à la fin de 1984. Trois raisons sont à l'origine de cette évolution spectaculaire :

- le nombre des personnes ayant le droit d'ouvrir un compte I.R.A. a pratiquement doublé depuis la mise en place de l'"Economic Recovery Act" de 1981. Ils sont plus de 100 millions en 1985;

- le montant maximum, par foyer, des contributions annuelles aux comptes I.R.A. a été relevé de 30 % en moyenne dans le cadre de l'"Economic Recovery Act";

- le taux de participation a considérablement augmenté : entre 1975 et 1981, 5 % seulement des personnes autorisées à ouvrir un I.R.A. en possédaient effectivement un. En 1985, cette proportion est estimée à environ 20 %.

b) La part des établissements d'épargne dans la collecte des fonds destinés aux comptes I.R.A. a diminué de moitié depuis 1982 au profit des banques commerciales et des fonds communs de placements ("Mutual funds").

Considéré uniquement comme un instrument d'épargne en vue de la retraite lors de sa création, le compte I.R.A. est aujourd'hui également perçu, surtout par les plus jeunes clients, comme un instrument d'investissement assorti d'une franchise fiscale pouvant être avantageuse même en cas de retrait prématuré des fonds. Les établissements d'épargne ("Mutual Savings Banks", et "Savings & Loan Associations") ont vu leur part de marché s'effondrer de 59,7 % en juin 1981 à 28,5 % en mai 1985. Simultanément, la part des banques commerciales, grâce à un marketing agressif, passait de 19,6 % en juin 1981 à 28,9 % en mai 1985. L'encours des comptes I.R.A., gérés par les fonds communs de placement a, quant à lui, triplé depuis 1981 et représente aujourd'hui 14 % du total.

Les comptes I.R.A. gérés par les fonds communs de placement sont ceux qui, après les I.R.A. gérés par les titulaires eux-mêmes - catégorie qui représente aujourd'hui 11,6 % du total - offrent au client la plus grande liberté quant au choix des investissements. Il semble que la modification du profil du client "moyen" soit à l'origine de cette évolution. Aujourd'hui, les titulaires de compte I.R.A. sont plus jeunes, ont un niveau de formation plus élevé et un revenu plus important que ceux de 1981.

c) Lorsqu'ils en ont la possibilité, les titulaires d'I.R.A. choisissent d'investir en premier lieu dans des actions, puis, à égalité, dans des obligations et des instruments du marché monétaire.

Les comptes I.R.A. gérés par les banques commerciales n'offrent généralement pas la possibilité de choisir un type d'investissement particulier. Les banques se contentent de garantir un niveau de rémunération et ne distinguent pas des fonds recueillis sur les I.R.A. de ceux provenant des comptes à vue, certificat de dépôts, etc...

Les comptes gérés par les titulaires eux-mêmes, qui sont le plus souvent proposés par des sociétés d'agent de change, et ceux

gérés par les fonds communs de placements sont, jusqu'à présent, les seuls qui permettent à l'intéressé d'exercer son choix entre différents produits. La distribution de l'encours géré par les fonds communs de placement suivant la nature des investissements est la suivante :

Répartition de l'encours des fonds commun de placement (1)
(%)

	Juin.82	Déc.82	Juin.83	Déc.83	Juin.84	Mai.85
Actions	25,2	31,7	45,7	50,3	48,1	46
Obligations	15,3	17,7	18,0	17,3	18,8	27
Court terme	59,2	50,6	36,3	32,4	33,1	27

Contrairement aux chiffres de 1982, ceux de 1985 indiquent, chez les titulaires de comptes, une préférence pour les actions. L'évolution des taux d'intérêt et du rendement du marché boursier est, a priori, la seule raison de ce changement.

Les experts considèrent que 30 % des fonds investis dans les I.R.A. proviennent d'autres comptes d'épargne, que 10 % ont été empruntés et que les 60 % restants sont économisés sur les revenus. Il est difficile de déterminer la part de ces 60 % qui n'aurait pas été épargnée si les I.R.A. n'existaient pas. L'opinion la plus couramment admise est qu'environ 25 % de l'épargne déposée dans les I.R.A. serait de l'épargne nouvelle, ce qui représenterait pour 1986 environ 13 milliards de dollars.

Une des conséquences de cet afflux de fonds est le développement des organismes de "venture capital" qui financent les nouvelles entreprises américaines de haute technologie. La renaissance industrielle des États-Unis en 1983 et 1984 a été partiellement financée par les plans volontaires de retraite des Américains.

(1) Source : Investment Company Institute (cité dans la note du conseiller financier de l'Ambassade de France aux États-Unis du 12 septembre 1985).

CHAPITRE II

LA TRANSMISSION D'ENTREPRISE

Etant donné le rôle essentiel des entreprises dans notre économie, il importe de tout faire pour faciliter leur transmission. Assurer la succession des dirigeants doit être un impératif à un moment où les effets de la démographie donnent à cette question une acuité croissante. L'enjeu économique et social est en effet capital.

I. DIFFICULTES ET ENJEUX DE LA TRANSMISSION

De l'avis général, la transmission de l'entreprise est une période cruciale pendant laquelle des difficultés d'ordre juridique et fiscal s'ajoutent aux exigences habituelles de la gestion. Un échec peut conduire à une disparition dont le coût économique et social est très élevé, parfois dramatique pour une région.

A. LA TRANSMISSION : UNE PERIODE CRUCIALE

Moment difficile dans la vie de l'entreprise, la transmission l'est pour plusieurs raisons :

Certaines sont d'ordre psychologique

Une enquête effectuée en 1984 par le Conseil économique et social montre qu'une majorité de patrons reconnaît la nécessité d'assurer la pérennité de leur entreprise mais que 40 % d'entre eux n'ont pas réfléchi à leur succession. Beaucoup de dirigeants considèrent que la pérennité de leur société passe par leur maintien à la tête de l'entreprise pendant la durée la plus longue possible. Trouver un successeur, soit parmi les enfants, les autres membres de la famille ou à l'extérieur paraît ardu.

Certaines sont d'ordre technique

Le processus juridique et financier est complexe. L'évaluation de la valeur de l'entreprise nécessite des travaux longs et très techniques. Le choix d'une procédure successorale adaptée à la situation et les incidences fiscales qu'il comporte, requiert souvent les conseils de tiers. En cas de vente totale ou partielle la nécessité de s'adresser à des repreneurs ou à des intermédiaires implique à la fois de connaître les acteurs du marché et de savoir négocier avec eux.

Les informations ne sont pas facilement disponibles. Elles sont éparpillées. Les rassembler dans un document unique serait déjà un progrès important.

Chaque entreprise pose des questions spécifiques, en fonction de sa taille, de la propriété de son capital qui peut être répartie ou concentrée. Certaines sont très prospères, d'autres, au contraire, agissent dans des secteurs où la concurrence est très rude. Les filiales de groupes ne sont pas comparables aux sociétés familiales.

Certaines sont d'ordre financier

Des coûts sont entraînés par la transmission. Elle exige des études préalables, des consultations. Des droits de succession souvent très lourds doivent être acquittés. Ces charges qui pèsent directement ou indirectement sur l'entreprise la rendent plus fragile. Elles doivent le plus possible être étalées.

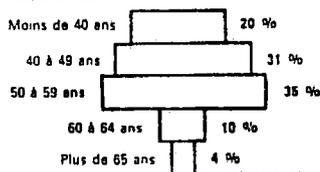
B. LA TRANSMISSION : UNE ACTUALITE GRANDISSANTE

D'après une étude du Crédit d'équipement des petites et moyennes entreprises (C.E.P.M.E.) de 1982, la pyramide d'âge des dirigeants de la petite et moyenne industrie française est telle que la passation des pouvoirs prend une actualité grandissante.

En 1982, 49 % des P.M.E., soit 22.000 d'entre elles étaient dirigées par des hommes de plus de 50 ans; la succession des dirigeants y était donc à l'ordre du jour.

P.M.I. : la crise de générations (1)

DES DIRIGEANTS AGÉS

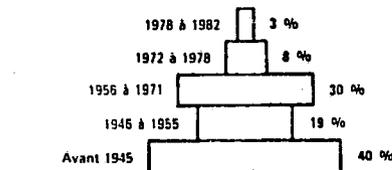


PYRAMIDE D'ÂGE DES DIRIGEANTS DE P.M.I.

49 % des dirigeants de P.M.I. sont âgés de plus de 50 ans. Parmi ceux-ci, 14 % ont plus de 60 ans.

46 % des patrons ayant dépassé la cinquantaine sont des dirigeants de la première génération, fondateurs de l'entreprise qu'ils animent toujours.

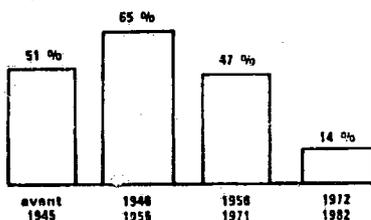
UN TISSU INDUSTRIEL ANCIEN



PYRAMIDE D'ÂGE DES ENTREPRISES

59 % des P.M.I. existant en 1982 ont été créées avant-guerre ou dans l'immédiat après-guerre.

UN PHÉNOMÈNE DE GÉNÉRATIONS



PROPORTION DE DIRIGEANTS AGÉS DE PLUS DE 50 ANS SELON LA PÉRIODE DE CRÉATION DE L'ENTREPRISE

56 % des entreprises créées avant 1955 sont dirigées par des hommes de plus de 50 ans.

En 1984, l'I.N.S.E.E. a établi une prévision montrant qu'en 1990 le quart des entreprises de 50 à 999 salariés, employant 6.230.000 personnes, auraient changé de propriétaire en raison de l'évolution des générations. Ce rajeunissement concernera essentiellement des affaires nées entre 1946 et 1955 et présidées par leur fondateur.

(1) D'après l'enquête C.E.P.M.E. - SOFRES, avril 1982 in Avis adopté le 4 juillet 1986 par le Conseil économique et social relatif à la transmission d'entreprise en cas de succession.

A ces éléments d'ordre démographique s'ajoutent les conséquences de la nouvelle stratégie des grandes sociétés.

Dans les années 1970, certains groupes ont beaucoup investi dans des diversifications externes par rachat d'entreprises ou prises de participation provoquant une sensible concentration de l'activité industrielle.

Aujourd'hui, les groupes concentrent leurs efforts autour de quelques axes principaux. La compétition internationale impose de consacrer tous ses moyens à des domaines bien maîtrisés. Chaque jour montre qu'il est difficile, sinon impossible, d'exercer plusieurs métiers.

Cette évolution générale dans les pays occidentaux est qualifiée par les spécialistes de "recentrage". Elle mène les grandes entreprises à céder des filiales qui ne s'intègrent plus de manière cohérente au sein du groupe; elle les conduit aussi lors de rachats, à ne conserver que certaines branches et à en revendre immédiatement d'autres. Elle a encore pour effet de diminuer le nombre des acquisitions opérées par les groupes industriels ou financiers. De plus, les groupes considèrent que certaines de leurs divisions ou filiales seraient plus efficaces si elles étaient indépendantes.

L'ère des conglomérats, contrairement à ce que pourrait laisser penser les informations concernant certains d'entre eux, notamment italiens ou britanniques, paraît être passée.

Dans les grandes sociétés, les années 80 devraient être caractérisées par un retour sur un ou plusieurs métiers bien connus de leurs équipes industrielles ou financières.

Cette "déconglomération" va accentuer le flux d'entreprises à transmettre et dans le même temps réduire le nombre des repreneurs potentiels. Le marché de la reprise d'entreprises sera, de ce fait, très tendu et seules les bonnes affaires trouveront un acheteur. Certains dirigeants qui espèrent aujourd'hui trouver un successeur en la personne d'un repreneur industriel ne parviendront à transmettre leur entreprise qu'avec peine et dans des conditions difficiles pour eux-mêmes ou leurs collaborateurs.

C. LA TRANSMISSION : UN ENJEU CAPITAL

Les enjeux économiques et sociaux de la transmission sont importants. On ne dispose pas d'informations statistiques récentes et précises. Mais en 1982, 3.000 entreprises ont disparu pour des raisons juridiques et fiscales liées à la succession; de ce fait, 30.000 emplois ont été perdus. Le coût pour le Trésor public serait de l'ordre de 3 milliards de francs. Le Ministère de l'économie, des finances et de la privatisation estime que 10 % des défaillances d'entreprises résultent d'une transmission mal assurée.

D'autre part, un sondage effectué par le Crédit d'équipement des petites et moyennes entreprises et la SOFRES révèle que le vieillissement des dirigeants s'accompagne d'une croissance faible de l'activité, d'un ralentissement progressif des investissements, d'un sous-endettement et d'une présence plus timide à l'exportation.

Le rajeunissement des chefs d'entreprises serait-il la condition de notre rétablissement sur les marchés extérieurs?

Résoudre de manière satisfaisante la transmission contribue à réduire les coûts engendrés par la disparition d'entreprises saines. Mais cela peut aussi redonner à des affaires, ayant à leur tête de nouveaux dirigeants, un dynamisme dont l'effet sur l'emploi est plus immédiat que celui apporté par des créations nouvelles.

Une croissance ralentie dans les P.M.I. en phase de transmission (1)

DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE PESSIMISTES

33 %	Proportion de dirigeants envisageant une diminution de leur activité au cours des prochaines années.	17 %
Dirigeants âgés de plus de 60 ans.		Dirigeants âgés de moins de 60 ans.

UNE PRESENCE TIMIDE A L'EXPORTATION

4 %	Proportion d'entreprises réalisant plus de 20 p. 100 de leur chiffre d'affaires à l'exportation.	8 %
Dirigeants âgés de plus de 60 ans.		Dirigeants âgés de moins de 60 ans.

UN EFFORT D'INVESTISSEMENT MOINS INTENSIF

56 %	Proportion de dirigeants envisageant une diminution de leur effort d'investissement pour le futur.	46 %
Dirigeants âgés de plus de 60 ans.		Dirigeants âgés de moins de 60 ans.

DES RETICENCES FACE A L'ENDETTEMENT

42 %	Proportion de dirigeants ayant un crédit à moyen ou long terme en cours.	61 %
Dirigeants âgés de plus de 60 ans.		Dirigeants âgés de moins de 60 ans.

(1) Source : C.E.P.M.E., enquête C.E.P.M.E.-Sofrès auprès de 600 P.M.I., avril 1982.

D. LA TRANSMISSION DOIT ETRE MIEUX PREPAREE

a) sensibiliser

En 1984, le Conseil économique et social avait estimé nécessaire de convaincre les chefs d'entreprises que préparer leur succession est un acte de gestion courante, dont la particularité par rapport aux autres actes de gestion, est d'être préparé très longtemps à l'avance.

La tâche est importante et de longue haleine : 40 % des dirigeants n'ont pas envisagé cette éventualité et parmi les 60 % ayant déclaré l'avoir fait, 34 % n'en ont tiré aucune conséquence. Seuls 26 %, une minorité, ont organisé cette transmission.

Un effort a été commencé. Il doit être poursuivi et accentué. Les pouvoirs publics, afin d'aider cette évolution, pourraient engager une campagne de sensibilisation. La Direction générale des impôts et le Service chargé des relations avec le public au Ministère de l'économie, des finances et de la privatisation pourraient diffuser un guide de la transmission d'entreprises.

Le simple recensement des différentes formalités à effectuer, des intermédiaires à consulter et des textes législatifs et réglementaires à appliquer aurait la plus grande utilité.

Il serait opportun d'associer à cet effort les organisations professionnelles et syndicales, les compagnies consulaires, les "conseils naturels" des chefs d'entreprise tels que les experts fiscaux, cabinets juridiques, notaires, experts-comptables et avocats. La participation des cadres devrait être recherchée.

b) alléger le coût

La transmission des entreprises individuelles, lorsqu'elle s'effectue par voie de succession, fait l'objet d'une taxation très sévère. En effet, l'impôt sur les successions est particulièrement lourd si la transmission ne s'opère pas en ligne directe ou si elle a lieu entre non-parents. Dans ces deux cas, l'abattement à la base est très faible : 10.000 F. Pour les parentés non directes, le taux des droits de mutation est très élevé : 55 % pour les cousins, 70 %

pour les non-parents. Entre frères et soeurs, le taux est de 45 %. Le rapport Blot-Ventejol de 1978 soulignait déjà le caractère excessif de cette taxation.

Lorsque la transmission est effectuée à titre onéreux, il existe des disparités importantes du taux des droits d'enregistrement.

Ainsi, la vente du fonds de commerce d'une entreprise individuelle est soumise à un droit d'enregistrement au taux de 16,69 % alors que le taux de 4,8 % est applicable aux cessions de parts de S.A.R.L. et de titres de sociétés anonymes non cotées lorsqu'elles sont constatées dans un acte. Cet écart n'est pas justifié. Il pénalise les entreprises individuelles. Il pousse à la création de structures juridiques inutiles et coûteuses.

Les procédures existant aujourd'hui pour apporter une solution à la succession des chefs d'entreprise dans un cadre familial peuvent être améliorées. La donation-partage rétablie à compter du 1er décembre 1986 pourrait être aménagée et étendue sous certaines conditions. Aux termes de la loi de finances pour 1987, le taux des droits de succession a été réduit en cas de donation-partage; la réduction est égale à 25 % lorsque le donateur est âgé de moins de 65 ans, à 15 % lorsqu'il est âgé de plus de 65 ans et de moins de 75 ans. Cette mesure pourrait inciter les chefs d'entreprise à avancer l'échéance successorale, mais elle est limitée aux donations en ligne directe. C'est pourquoi il pourrait être, sous certaines conditions, envisagé de l'étendre à d'autres cas lorsqu'une entreprise est concernée.

La loi n° 84-578 du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique a prévu diverses mesures tendant à faciliter la transmission d'entreprises. Elle a notamment institué le "livret d'épargne entreprise", substitué au livret d'épargne du travailleur manuel. Il peut être ouvert dans n'importe quel établissement de crédit. Il permet à toute personne de financer la création ou la reprise d'une entreprise quels qu'en soient la forme juridique ou le secteur d'activité. Au terme de la phase d'épargne, le titulaire peut utiliser son capital comme fonds propres pour réaliser son projet. Il doit pouvoir bénéficier, en outre, d'un prêt bancaire à des conditions particulières.

Ce dispositif pourrait, lui aussi, être renforcé.

Cette même loi contenait des dispositions sur les plans de souscription ou d'achat d'actions par les salariés des sociétés et sur la procédure de reprise des entreprises par les salariés. Le présent projet de loi améliore et amplifie les possibilités ouvertes par ces deux mécanismes.

II. LE RACHAT D'UNE ENTREPRISE PAR SES SALARIES

A. LE MECANISME DE LA REPRISE D'ENTREPRISE PAR LES SALARIES DANS LES PAYS ANGLO-SAXONS

a) Aux Etats-Unis

Les Etats-Unis paraissent avoir été le premier pays dans lequel s'est répandue l'opération appelée "leverage management buy out" (L.M.B.O.) dont la traduction littérale est "reprise par l'encadrement grâce à l'effet de levier financier, avec l'appui d'investisseurs extérieurs intervenant en capital et par des prêts". En France, l'expression reprise d'entreprises par leurs salariés (R.E.S.) est utilisée couramment.

Le L.M.B.O. est apparu aux Etats-Unis dans les années 1970. Il a connu depuis lors un grand succès. Il a été appliqué à des entreprises industrielles et commerciales nombreuses dont certaines sont de très grande taille. La législation fiscale et le droit des sociétés favorisent du reste ce mode de reprise des entreprises.

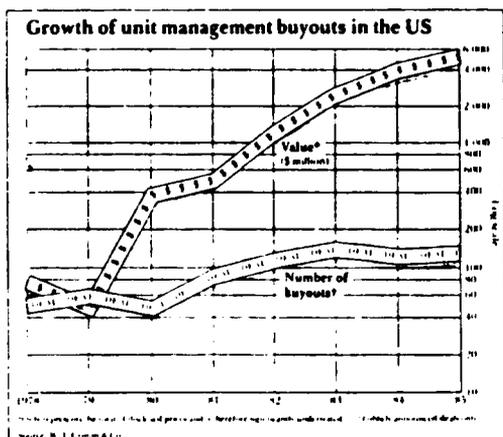
Le principe du montage financier effectué pour la reprise est le suivant : une société "holding" ou repreneuse est constituée par les salariés et par des investisseurs en capital (venture capital ou capital-risque). La holding va acquérir la société reprise ou société "cible". Lorsque l'acquisition est terminée, les deux sociétés fusionnent.

Les membres de la holding contractent des emprunts qui seront remboursés par la société reprise. La trésorerie existant dans l'entreprise permet de payer une partie des emprunts, les résultats d'exploitation financent le reste des charges d'intérêts et de remboursement du capital.

La société rachetée devient débitrice des dettes contractées par ses acquéreurs à l'occasion de la prise de contrôle. C'est en cela que réside l'effet de levier. La société achetée a financé elle-même son changement de propriétaire. De fait, l'entreprise reprise, dont les résultats sont dopés par une gestion efficace et très active, permet à son encadrement de racheter du capital grâce à des prêts. Le rachat est opéré au moyen d'emprunts gagés sur la capacité d'autofinancement de la société. De telles reprises concernent essentiellement des entreprises prospères agissant sur des marchés arrivés à maturité. Les financiers parient sur la capacité des cadres à donner à l'entreprise son développement optimum. Ils ne souhaitent pas contrôler la gestion mais retirer le profit maximum de leur entrée dans le capital. Cela suppose qu'ils puissent revendre leurs participations soit à d'autres investisseurs, soit au public, mais dans ce cas, il faut pouvoir coter la société à une bourse de valeurs.

La méthode utilisée aux Etats-Unis ne pourrait être employée en France en raison des dispositions du droit des sociétés. En Amérique, aucune règle n'est imposée concernant la répartition du capital de la société holding et de la société rachetée entre les salariés de l'entreprise et les investisseurs en capital-risque. La formule du L.M.B.O. a connu un succès foudroyant depuis une reprise effectuée en 1979 sur "Houdaille Industries", conglomérat situé en Floride. En 1985, plus de 100 rachats ont été opérés pour un total de 6 milliards de dollars à comparer au chiffre de 1 milliard en 1980. En 1986, sur neuf mois, le total atteint est de 21 milliards. Parmi les opérations les plus importantes, il faut citer BEATRICE food (6,4 milliards de dollars), les grands magasins MACY (3,7 milliards de dollars), STORER Communications (2,4 milliards). Dans le cas de BEATRICE, conglomérat constitué à partir de l'alimentation, plusieurs entités ont été revendues dont AVIS (location de véhicules) et PLAYTEX (lingerie). Dr PEPPER a fait l'objet d'une reprise qui a donné lieu à la revente d'un de ses fleurons CANADA DRY. La méthode de la reprise a entraîné une grande activité financière et des montages très sophistiqués dans lesquels les investisseurs institutionnels ont pris des risques (JUNK BONDS) rémunérés par des taux élevés. Le syndicat des personnels de UNITED AIRLINES, deuxième compagnie aérienne américaine a annoncé en avril 1987 son intention de reprendre la société.

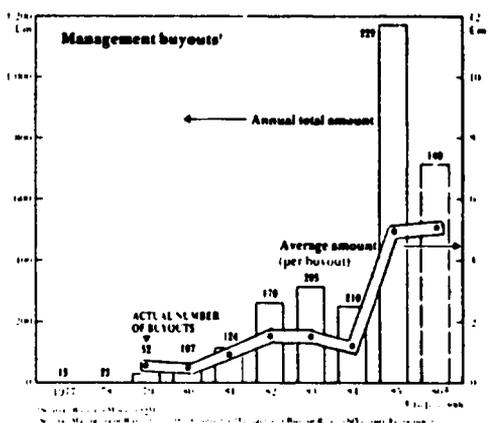
(en millions de \$) (1)



Croissance des reprises aux Etats-Unis

\$\$\$\$\$\$ = valeur des opérations
 DEAL DEAL = nombre des opérations.

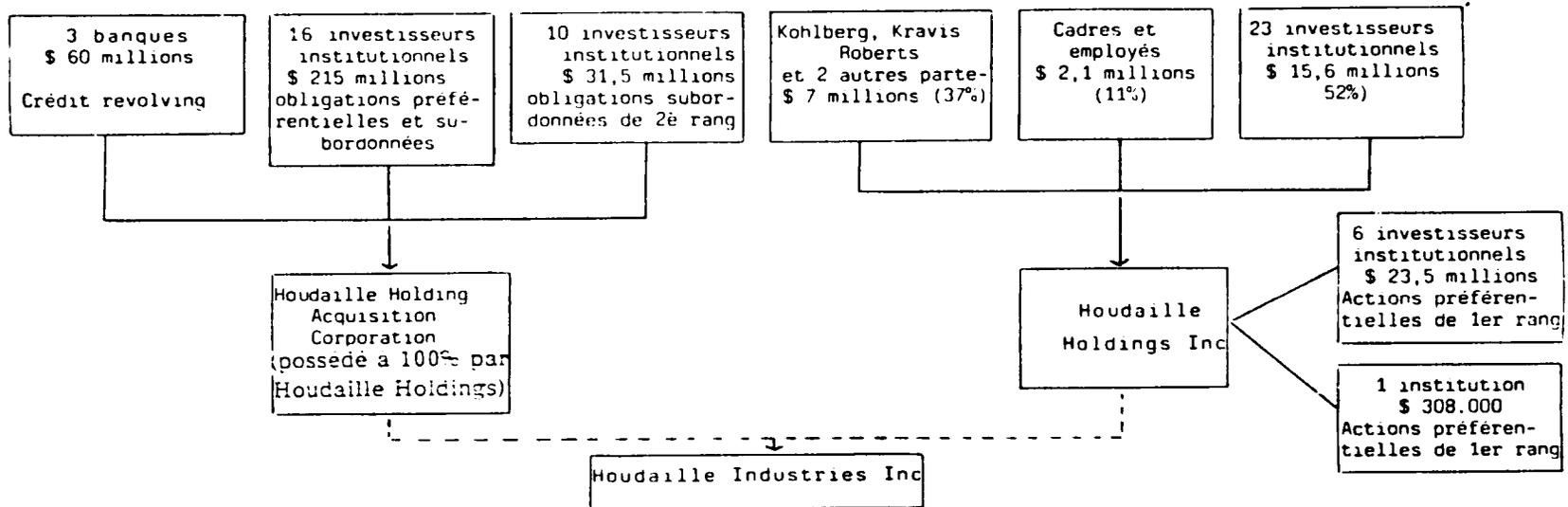
(en millions de livres) (2)



Nombre de reprises en Grande-Bretagne
 montant total des opérations;
 montant moyen par opération

(1) W.I. Grimm & Co in Euromoney & Corporate Finance supplément de décembre 1986
 (2) Business Monitor et Centre pour la recherche sur le management Buy Out cités par la revue Euromoney

Schéma de financement de la reprise de HOUDAILLE Industries



- Kohlberg, Kravis et Roberts est une société de capital risque qui a imaginé le montage financier.
- Le financement de Houdaille Holding inc a été fait uniquement en capital.
- Le financement de Houdaille Holding Acq. a été fait uniquement en emprunt.

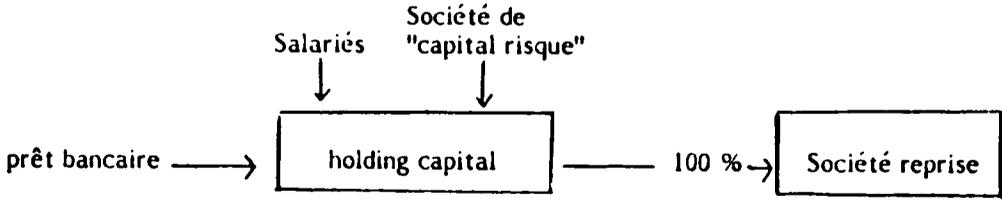
<u>Capital</u>	
10,9 millions actions ordinaires :	\$ 24,6 millions
2,4 millions actions préférentielles de 1er rang :	\$ 23,5 millions
122.200 actions préférentielles 2e rang :	\$ 0,308 millions
<u>Dette</u>	
Crédit bancaire revolving :	\$ 60,0 millions
10,75% obligations préférentielles :	\$ 140,0 millions
12 % obligations subordonnées :	\$ 75,0 millions
12 % obligations subordonnées 2e rang :	\$ 31,5 millions
Total :	\$ 354,9 millions

1 . Source : Kohlberg, Kravis Roberts cité par Euromoney (ouvrage déjà mentionné)

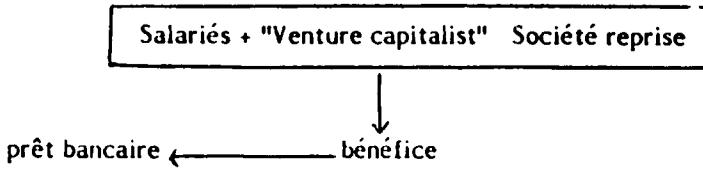
Aux U.S.A.

Schéma d'une opération de L.M.B.O.

1ère étape



2ème étape



b) En Grande-Bretagne

La rachat d'entreprise est apparu en Grande-Bretagne à la même époque qu'aux Etats-Unis. Après des débuts assez lents, une dizaine d'opérations ont été réalisées chaque année jusqu'en 1980. Aujourd'hui, cette procédure est très utilisée et pour des montants en capitaux qui croissent régulièrement.

Depuis 1983, il est effectué plus de 200 rachats chaque année. Leur valeur moyenne a évolué de 1,5 million de livres en 1983 à 5 millions en 1985 et 5,8 millions en 1986. En 1985, un accord a été signé sur MARDON PACKAGING, pour une valeur de 173 millions de livres, record non dépassé, semble-t-il, depuis.

Evolution du nombre et de la valeur des opérations de L.M.B.O. réalisées en Grande-Bretagne (1)

Années	Nombre d'opérations	Cumul	Valeur (en livres)	Montant cumulé	Valeur moyenne des opérations
1967-76	43	43	-	-	-
1977	13	56	-	-	-
1978	23	79	-	-	-
1979	52	131	26	26	0,5
1980	107	238	50	76	0,4
1981	124	362	114	190	0,9
1982	170	532	265	455	1,5
1983	205	737	315	770	1,5
1984	210	947	255	1.025	1,2
1985	229	1.176	1.150	2.175	5,0
1986	248	1.424	1.440	3.615	5,8

(1) Source : Centre de recherche sur le L.M.B.O. de l'Université de Nottingham cité dans Euromoney et dans le Financial Times

En Grande-Bretagne, beaucoup de multinationales ont cédé des filiales à leurs employés. C'est ainsi que PARKER, maison mère américaine, a vendu à ses cadres britanniques la division "stylos".

La place du rachat d'entreprises dans le total des cessions, acquisitions et fusions est du reste devenue significative. Il s'agit d'un moyen "banalisé" de transfert des sociétés.

En 1985, d'après les chiffres fournis par l'Université de Nottingham, 339 acquisitions de compagnies indépendantes ont représenté une valeur totale de 8 milliards de livres, 134 ventes de filiales opérées entre groupes ont atteint 1,1 milliard de livres à comparer au 1,2 milliard de rachats par le personnel.

B. LE RACHAT D'ENTREPRISE PAR LES SALARIES EN FRANCE : LE DISPOSITIF DE 1984

La loi du 9 juillet 1984 relative au développement de l'initiative économique a eu pour objectif de favoriser la reprise des entreprises par leurs salariés. Le contexte français est en effet très éloigné de celui des pays anglo-saxons. La différence majeure tient à la fiscalité. Notre pays ne connaît pas la notion d'intégration fiscale qui est de droit aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. La société repreneuse et celle qui est reprise ne peuvent être considérées comme une entité unique par le fisc alors que cela est possible dans ces deux pays étrangers.

Les pouvoirs publics français ont donc dû créer une formule particulière pour autoriser la prise en charge des frais financiers supportés par la société achetée. Le mécanisme repose sur le principe d'une structure holding-société reprise analogue à celle des montages anglais et américains. Mais les intérêts payés par la holding sur les emprunts qu'elle a souscrits donnent droit à un crédit d'impôt égal aux dividendes visés par la société reprise. En raison du caractère avantageux de ce crédit d'impôt, diverses conditions doivent être remplies, vérifiées par les services fiscaux sous la forme d'un agrément préalable.

a) Les principes de fonctionnement du système

Il s'applique aux entreprises ayant une activité industrielle et commerciale et assujetties à l'impôt sur les sociétés, mais non à celles qui ont une activité agricole ou à caractère libéral. Les sociétés coopératives ouvrières peuvent cependant en bénéficier.

Le personnel intéressé par la reprise de l'entreprise doit se grouper au sein d'une société holding et détenir 50 % des droits de vote de cette holding. La participation des salariés peut être inférieure à 50 % du capital s'il existe des actions à dividende prioritaire sans droit de vote ou des certificats d'investissement.

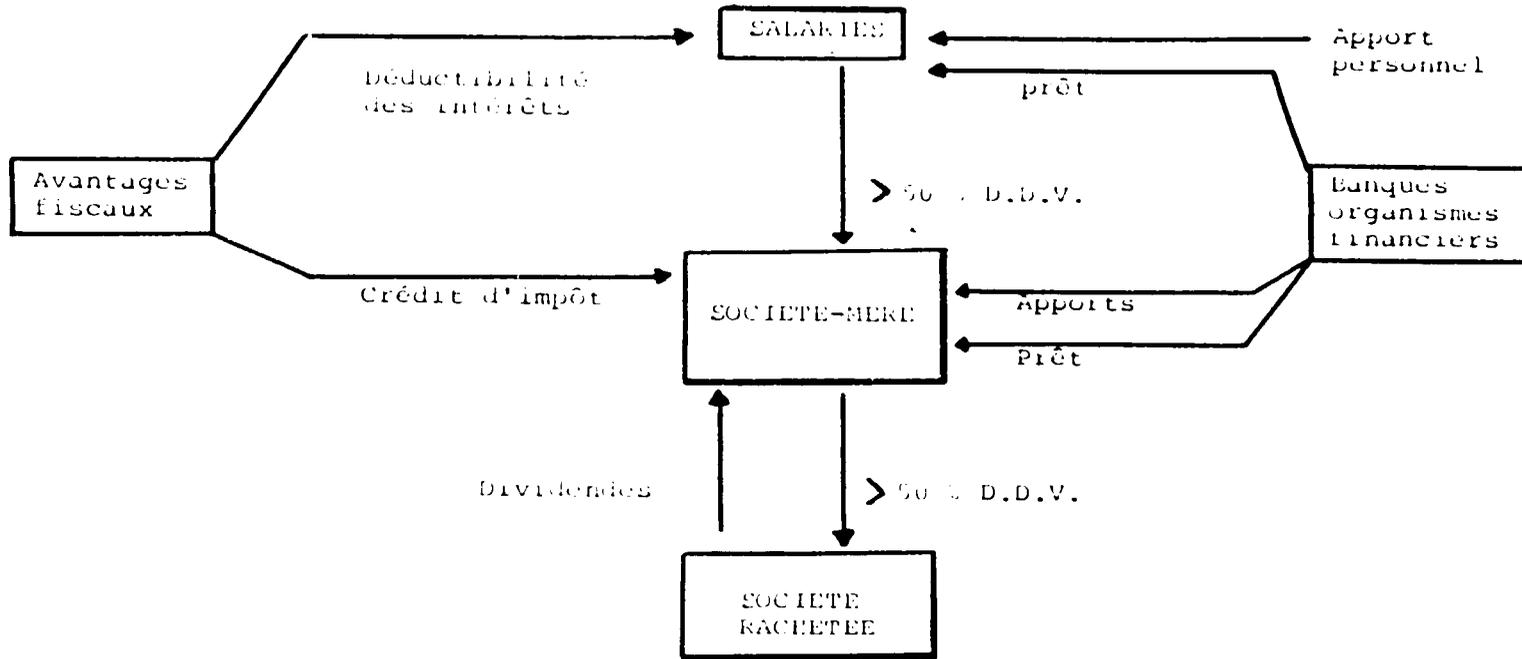
Lorsqu'un salarié cède ses actions, il doit obligatoirement le faire au profit d'un autre salarié.

Dans la plupart des opérations, les salariés ne sont pas seuls dans le capital de la holding. Ils ont des partenaires financiers qui souscrivent au plus 49 % des actions. Généralement, les investisseurs sont des sociétés spécialisées dans le "capital-risque" souvent aussi des banques et investisseurs institutionnels.

La holding doit détenir au moins 50 % des droits de vote de la société reprise. Elle acquiert le capital de sa filiale par le moyen de son propre capital et des emprunts qu'elle souscrit. L'endettement de la holding réalise l'effet de levier. Les dettes ainsi souscrites seront remboursées au moyen des dividendes versés par la filiale. Le bénéfice de la société reprise gage les emprunts souscrits pour la racheter.

EN FRANCE

SCHEMA D'UNE OPERATION DE RACHAT D'ENTREPRISE PAR LES SALAIRES (LOI de 1984)



Une fois les emprunts remboursés, la société holding et sa filiale peuvent fusionner. La fusion n'est pas obligatoire mais constitue un aboutissement logique.

b) Le remboursement des emprunts par les salariés

Un salarié peut devenir actionnaire de la holding au moyen de ressources dont il dispose déjà mais aussi de fonds qu'il emprunte.

La loi lui donne la faculté de déduire de ses revenus les intérêts versés sur ces emprunts dans la double limite de 50 % du salaire perçu dans la société reprise et de 100.000 F par personne et par an pendant toute la durée des emprunts.

c) Le remboursement des emprunts de la société holding

La société holding reçoit de la société rachetée des dividendes. Cette recette à laquelle s'ajoute un crédit d'impôt lui donne les moyens de rembourser les sommes empruntées.

Le crédit d'impôt est égal à l'impôt sur les sociétés payé par la filiale au titre de l'exercice précédent, à hauteur de la participation de la holding dans sa filiale et dans la limite du montant des intérêts des emprunts contractés pour le rachat des actions.

Comme cela paraît dans l'exemple donné page 109 du présent rapport, le crédit d'impôt théorique était égal à 1,44 million de francs, soit 80 % de l'impôt sur les sociétés versé par la société reprise. Les intérêts versés par la holding s'étant élevés à 1,1 million de francs, le crédit d'impôt est réduit à ce montant.

d) Les autres mesures d'accompagnement

Les salariés peuvent apporter à la holding les actions de la société reprise qu'ils détenaient auparavant. Ils bénéficient d'une exonération du droit d'apport. L'imposition sur les plus-values est reportée au moment de la cession des actions reçues en rémunération d'apport.

Les droits des salariés acquis au titre de la participation ou constitués à leur profit dans le cadre du plan d'épargne d'entreprise peuvent être utilisés pour acquérir des actions dans le cadre du rachat de l'entreprise (R.E.S.).

Les holding bénéficient d'une exonération du droit de mutation à titre onéreux, dont le taux est de 4,8 % pour le rachat des parts ou actions de la société reprise.

La fusion de la société holding et de la société rachetée bénéficie du régime de faveur prévu par l'article 210 A du Code général des impôts qui permet d'exonérer les plus-values dégagées sur les éléments d'actifs immobilisés, sous réserve que les personnels continuent de détenir plus de 50 % du capital de la société unique résultant de la fusion.

Les accords de participation peuvent prévoir que les droits des salariés sur la réserve spéciale seront consacrés à l'acquisition directe d'actions de la société holding constituée pour la reprise de la société dans laquelle ils exercent leur activité. Jusqu'à la publication de la loi, seules les actions de l'entreprise employeur, c'est-à-dire de l'entreprise reprise pouvaient être acquises directement.

Enfin, les actifs des fonds communs de placement constitués pour gérer les sommes épargnées dans le cadre des plans d'épargne d'entreprise peuvent comprendre sans limitation des actions de la société holding créée par les salariés. Cette absence de limitation ne concernait jusqu'alors que les fonds communs de placement comprenant des actions de l'entreprise employeur.

e) Les conditions de l'agrément fiscal

Les avantages fiscaux ouverts par la loi, c'est-à-dire le crédit d'impôt au profit de la holding et la déductibilité des intérêts d'emprunts au profit des salariés actionnaires de la holding ne sont accordés que si le ministre chargé de l'Economie et des finances donne son agrément au rachat envisagé.

La seule condition imposée dans la loi du 9 juillet 1984 à l'obtention de l'agrément a trait à la répartition du capital de la holding et de la société reprise.

Les salariés doivent détenir plus de 50 % des droits de vote dans la société holding. La société holding doit détenir plus de 50 % des droits de vote de la société reprise. Après la fusion de la société holding et de la société reprise, les salariés doivent détenir encore plus de 50 % des droits de vote dans la nouvelle société.

Toutefois, plusieurs mois après l'entrée en vigueur de la loi, le ministre de l'Economie, des finances et du budget a précisé dans une lettre adressée le 10 mai 1985 à l'Association française des établissements de crédit, les conditions d'octroi de l'agrément:

- "Le rachat doit être effectuée par tout ou partie du personnel de l'entreprise. Il convient de tirer deux conséquences de cette condition posée par le texte. D'une part, plusieurs salariés doivent participer au rachat de l'entreprise. Sauf cas particulier prenant en compte notamment la taille de l'entreprise concernée et le rôle effectivement joué dans le passé par le repreneur, ceci devrait conduire à écarter du bénéfice de l'agrément les opérations dans lesquelles on se trouve en présence d'un repreneur unique ou "quasi unique".

- "D'autre part, les salariés repreneurs ou en tout cas les principaux d'entre eux doivent avoir séjourné suffisamment de temps dans l'entreprise pour en prendre la mesure. Il est certes difficile de fixer des normes strictes, car l'appréciation de cette dernière règle est nécessairement variable suivant la taille et l'environnement économique ou familial de l'entreprise. Elle peut toutefois, de manière générale, être considérée comme remplie si les salariés repreneurs, ou du moins les principaux d'entre eux sont entrés dans l'entreprise un an au moins avant la demande d'agrément".

Ainsi, l'agrément est soumis aux conditions prévues par la loi et à celles introduites par le ministre de l'Economie, des finances et du budget en 1985 et rappelées ci-dessus. Le délai de la procédure d'examen des dossiers est de deux mois.

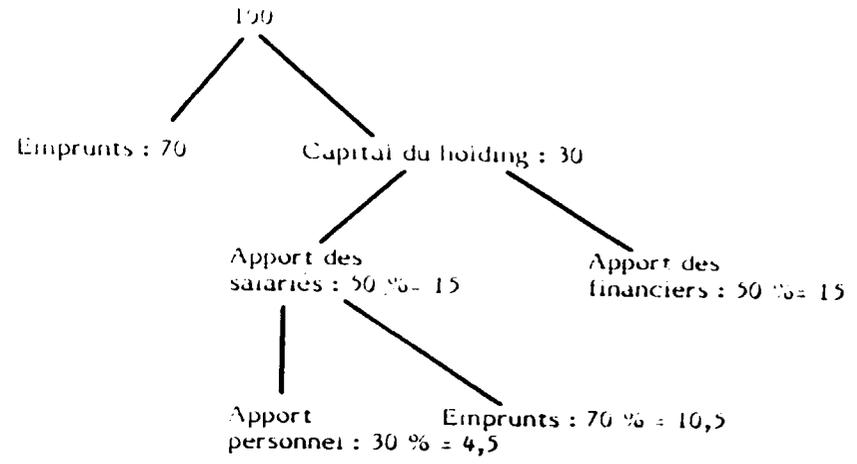
Exemple de R.E.S. : montage financier et utilisation du crédit d'impôt

Situation loi 1984
(en M.F.)

Soit une entreprise 25,0 MF en capital détenu à 80 % par un actionnaire majoritaire	
. part de l'actionnaire 80 % de 25,0 MF	20,0
. prix de cession envisagé	15,0
. création d'une société holding capital	4,0
- part des salariés	3,0
- part des établissements de crédit	1,0
. prêt bancaire demandé par la holding	$15 - 4 = 11$
. intérêts annuels de ce prêt à 10 %	1,1
. bénéfices de la société reprise	4,0
. impôt sur les sociétés	45 % de 4,0 = 1,8
. crédit d'impôt reversé par l'Etat	80 % de 1,8 = 1,44 ramené au montant des intérêts remboursés soit 1,1
. bénéfices après impôt versé par la société reprise : $4,0 - 1,8 = 2,2$	80 % de 2,2 = 1,76 au profit de la holding pour permettre de rembourser le capital emprunté

Exemple de financement d'une opération de reprise d'entreprise par les salariés

- Valeur de la société reprise :
- Financement de l'achat par la société holding
- Constitution du capital de la société holding :
- Financement de l'apport des salariés



Financement extérieur de :	$70 + 10,5 + 15$	$= 95 \%$
Financement par l'emprunt de :	$70 + 10,5$	$= 80 \%$
Capitaux propres de :	$4,5 + 15$	$= 20 \%$

f) Le financement d'un rachat d'entreprise par les salariés

Avant d'être une construction juridique ou fiscale, le rachat d'une entreprise par les salariés est d'abord un montage financier dans lequel des financiers s'engagent parce qu'ils ont confiance dans une équipe. La nature des financements, leurs conditions sont des éléments essentiels pour la réussite d'une reprise.

Les ratios entre les diverses sources de fonds peuvent varier considérablement d'un dossier à l'autre mais pour plusieurs d'entre eux ils étaient de l'ordre de grandeur suivant :

- les crédits obtenus par la société holding représentent 50 à 70 % de la valeur de la société achetée, le reste du financement étant constitué du capital de la holding,

- les prêts personnels obtenus par les salariés pour compléter leur apport dans la société holding vont jusqu'à 70 % du montant de leur participation,

- les fonds apportés sous forme de participation au capital de la société holding par des organismes financiers spécialisés vont en général jusqu'au maximum autorisé, soit 49 %.

Les fonds apportés par des financiers ou prêteurs représentent donc souvent près de 90 à 95 % de la valeur totale de la société achetée, tandis que les prêts *stricto sensu* atteignent généralement 70 à 80 %.

g) Le bilan de l'application de la loi du 9 juillet 1984

. Les demandes d'agrément présentées à l'administration des finances jusqu'à la fin du mois de février 1987 s'analysent de la façon suivante (1) :

Elles concernent essentiellement des entreprises regroupant un effectif compris entre 20 et 100 salariés (60 % des demandes) et réalisant un chiffre d'affaires allant de 5 à 50 MF (64,7 %).

(1) Cette analyse ne tient pas compte des demandes en instance ou abandonnées, qui n'ont pas fait l'objet d'une exploitation statistique.

Une analyse fait apparaitre que :

- 87 demandes, soit 46,5 % des entreprises intéressées par la nouvelle procédure ont un effectif compris entre 20 et 100 salariés et réalisent un chiffre d'affaires qui se situe entre 5 MF et 50 MF,
- 27 entreprises, soit 14,4 % regroupent plus de 100 salariés pour un chiffre d'affaires supérieur à 50 MF,
- 24 d'entre elles, soit 12,8 % ont moins de 20 salariés pour un chiffre d'affaires de 5 à 50 MF,
- 24 entreprises enfin, ou 12,8 % réalisent un chiffre d'affaires supérieur à 50 MF, avec un effectif compris entre 20 et 100 salariés.

Nombre de dossiers examinés (1)

Chiffre d'affaires Effectifs	5 MF	5 à 50 MF	50 MF	Total
	20	13	24	0
entre 20 et 100	2	87	24	113
100	0	10	27	37
Total	15	121	51	187

Les demandes d'agrément refusées par l'administration fiscale se répartissent comme suit :

Nombre de dossiers refusés (1)

Chiffre d'affaires Effectifs	5 MF	5 à 50 MF	50 MF	Total
	20	5	10	0
entre 20 et 100	1	18	9	28
100	0	3	3	6
Total	6	31	12	49

(1) Source : Service de la législation fiscale au ministère de l'Economie des finances et de la privatisation

Les principaux motifs de rejet ont été les suivants :

- infraction au caractère préalable de la demande,
- absence de menace sur la continuité de l'entreprise,
- restructuration de capital entre associés,
- transmission de l'entreprise à l'intérieur du groupe familial,
- reprise par des salariés qui ne possèdent pas une ancienneté suffisante dans l'entreprise,
- reprise par un salarié unique,
- activité de l'entreprise n'entrant pas dans le champ d'application des bénéfices industriels et commerciaux.

Parmi les demandes rejetées, 5 agréments ont été accordés après modifications des dossiers présentés.

Les agréments accordés par l'administration fiscale se présentent de la manière suivante :

Nombre de dossiers acceptés (1)

Chiffre d'affaires Effectifs	5 MF	5 à 50 MF	50 MF	Total
20	8	14	0	22
entre 20 et 100	1	69	15	85
100	0	7	24	31
Total	9	90	39	138

(1) Source : Service de la législation fiscale au ministère de l'Économie, des finances et de la privatisation

Dans certains cas, l'agrément accordé a été accompagné d'observations portant sur :

- le schéma de reprise :
 - . répartition du capital de la société holding,
 - . conditions d'apport et de cession par des salariés repreneurs de titres de la société reprise qu'ils détenaient avant le rachat,
 - . rémunération de l'intervention en capital des partenaires financiers,
 - . direction de la société reprise après le rachat,
- les modalités de financement du rachat et prix de cession.

Ces observations ont permis à l'administration de s'assurer de la reprise de l'entreprise par ses salariés et de la viabilité de l'opération.

Les agréments ont été délivrés pour une durée moyenne égale à 10 ans.

Le coût budgétaire, en année pleine, des agréments délivrés jusqu'au 31 décembre 1986, tous avantages fiscaux confondus, est estimé à 55,8 M

Aucune fusion entre la société-mère et la société reprise n'a été réalisée pour le moment.

Evolution du nombre et de la valeur des opérations de rachat d'entreprises par les salariés depuis 1984 avec agrément (1)

Années	Nombre d'opérations	Nombre cumulé	Valeur	(en MF)	
				Valeur cumulée	Valeur moyenne
1984	1	1	18,00	18,00	18,00
1985	62	63	336,00	354,00	5,42
1986	61	124	1.050,00	1.404,00	17,21
1987	28	152	405,00	1.809,00	14,46
jusqu'au 8 avril					

(1) Source : Service de la législation fiscale au ministère de l'Economie, des finances et de la privatisation et de la privatisation

**Quercymétal :
Premier exemple en application
de la loi du 9 juillet 1984
de reprise d'une entreprise par ses salariés. (1)**

Quercymétal a été l'une des premières opérations de reprise d'une société par ses salariés. Les deux cadres qui ont proposé le rachat avaient été embauchés à l'origine de la société par le fondateur.

Assurer la pérennité de l'entreprise

Quercymétal compte 186 salariés. Elle est spécialisée dans la distribution de matériel de bricolage, jardinage, équipement de la maison. Elle a été créée à Cahors en 1951 par M. René Eche. Le chiffre d'affaires était de 267 millions de francs en 1983.

Dès 1982, différents montages financiers propres à assurer la pérennité de l'entreprise sont étudiés, notamment la vente d'actions aux salariés.

A la fin de 1982, l'équipe dirigeante de la banque BANEXI a pris en charge ce dossier. Elle a estimé que la seule solution passait par un schéma de type L.M.B.O. (leverage management buy out) en vigueur dans les pays anglo-saxons. Il fallait adapter la formule au contexte français. Le dossier a été soumis en 1983 au ministère des Finances. La Banque populaire, sous l'impulsion d'Avenir industrie a été associée au montage de l'opération. Plusieurs établissements, la BANEXI, banque d'affaires de la B.N.P., Avenir industrie, fonds commun de placement à risque du groupe des banques populaires, la B.N.P., la Banque populaire donnent leur accord pour participer au financement de ce projet.

En 1984, M. Eche, alors âgé de 69 ans, accepte de vendre 80 % de son entreprise pour 15 millions de francs, alors qu'il aurait pu en exiger 18, à une holding, Quercyfinances, dont les salariés détiennent 70 % du capital (4 millions de francs).

(1) Extrait d'un article de la revue Liaisons sociales : n° 5543 du 4 octobre 1984.

Reprise dans la continuité

La vente est faite dans un contexte particulier. Deux des dix-sept cadres ayant joué un rôle moteur dans l'opération détiennent 51 % de la société holding. Le premier, B. Allanic, devient P.D.G. de Quercyfinances et le second J. Verdier, P.D.G. de Quercymétal. M. Allanic précise que tous deux ont engagé leur fortune personnelle et ont emprunté près de la moitié de la somme (2,1 millions de francs) qu'ils apportent :

" Je ne crois pas aux sociétés coopératives ouvrières de production (S.C.O.P.); avec une telle société aurions-nous obtenu les concours bancaires, l'agrément ministériel?". Le prix de vente étant de 15 millions, le complément (11 millions de francs).

Les autres salariés de l'entreprise ont été informés, après le comité central d'entreprise grâce à une dizaine de réunions. Au début d'octobre, plus d'une centaine sont décidés à acheter des actions (100 F chacune) de Quercyfinances. Ils sont prêts à y consacrer des sommes importantes, plusieurs apportant plus de 10.000 F.

L'élaboration progressive du projet de reprise s'est faite avec l'appui des pouvoirs publics. La publication de la loi du 9 juillet 1984 nécessaire à sa réussite a été suivie, dès le 24 août 1984, de l'agrément du ministre de l'Economie, des finances et du budget".

Un autre exemple de reprise par les salariés: le rachat de Jeanneau S.A.(1)

La Roche-sur-Yon : 84 % des 1.281 salariés de Jeanneau S.A., ont approuvé le projet de reprise par le personnel du chantier qui construit des bateaux de plaisance. Numéro deux mondial de la voile après Bénéteau, également vendéen, le constructeur appartenait au groupe américain Lear Siegler and Company. Racheté par Fortsmann and Little, ce groupe a dû recentrer ses activités en se séparant de douze de ses filiales aux Etats-Unis et de Jeanneau S.A. La bonne santé financière de l'entreprise a conduit le président du directoire, M. Michel Richard, à proposer la forme de la R.E.S. (reprise de l'entreprise par les salariés) créée par la loi du 9 juillet 1984.

(1) Le Monde du 6 avril 1987

Un holding au capital de 60 millions de francs a été créé, et les salariés en détiennent 51 %. Les cadres apportent 5,5 millions de francs au lieu de 5 millions prévus. Les autres salariés, appelés à contribuer à hauteur de 13,6 millions, ont réuni quelque 23,8 millions.

Le complément du financement du holding est apporté par L.B.O. France, qui a mené l'étude de ce dossier, encore inédit dans de telles proportions, et par différents autres partenaires. Un emprunt de 115 millions de francs auprès des banques, dont l'américaine Morgan, a permis de boucler le tour de table.

C. APPRECIATION GENERALE DU DISPOSITIF PREVU PAR LA LOI DE 1984

a) Un succès mitigé

Le système d'incitation fiscale de la loi du 9 juillet 1984 n'a eu que des résultats modestes.

Depuis juillet 1984, 187 demandes d'agrément ont été déposées; 138 ont été acceptées (1).

Pourtant les avantages fiscaux sont importants, supérieurs même à ceux existant dans les pays anglo-saxons. Mais le dispositif mis en place pour obtenir l'agrément est contraignant et restrictif. La lettre ministérielle de 1985 en est partiellement responsable.

Dans ces conditions, un nombre important d'opérations, difficile à estimer, mais supérieur à 350 ont été montées (2) en marge de la loi. Dans cette situation, les repreneurs renoncent à solliciter le bénéfice des avantages fiscaux. L'intention du législateur était bonne. Elle a été mise en échec par un excès de contrôles.

(1) Situation à fin février 1987

(2) La SOFARIS a participé à 354 dossiers de R.E.S. montés sans demande d'agrément dont 86 pour 1984 et 271 pour 1985. Cette société a, en 1985, participé à 45 dossiers ayant reçu un agrément. Les chiffres de 1986 ne sont pas encore disponibles. Le total de 357 est donc un minimum. La SOFARIS, Société française pour l'assurance-risque est un établissement spécialisé dans l'assurance-garantie ou partage des risques. Son capital est détenu par l'Etat et des institutions financières.

Un allègement des formalités paraît donc un préalable indispensable au développement de la reprise par les salariés, alors que le comportement des Français à l'égard de l'entreprise évolue très vite et pourrait conduire à un succès croissant de cette formule.

b) Un dispositif intéressant mais contraignant

La prise en charge des frais financiers supportés par le holding au moyen du crédit d'impôt est une solution avantageuse à l'absence d'intégration fiscale.

c) Les intérêts des emprunts sont payés par l'Etat

- Les intérêts dus par le holding sont remboursés par l'Etat sous forme d'un crédit d'impôt; ainsi le coût financier des emprunts est-il annulé. Aussi longtemps que la société reprise paie suffisamment d'impôt sur les sociétés, et tant que dure l'agrément, les intérêts des emprunts de la société repreneuse sont pris en charge par l'Etat.

Le droit fiscal anglo-saxon est moins généreux. Le régime d'intégration fiscale en vigueur dans ces pays apporte une économie limitée à la part d'impôt évitée par la déduction des frais financiers; en France, un système équivalent aurait donné une économie d'impôt égale à 45 % du montant des frais financiers et à 42 % si l'amendement déposé par le Gouvernement au projet de loi sur l'épargne est adopté.

Cette procédure avantageuse incite à l'endettement de la société holding et a donc une sous-capitalisation. Or, les emprunts devront être remboursés par l'entreprise rachetée et ce prélèvement pour satisfaire au remboursement des emprunts de la société holding, viendra réduire l'autofinancement de l'entreprise.

- Pour les salariés, la déduction du coût financier des emprunts opérée sur leur revenu imposable: 100.000 F par an, dans la limite de 50 % du salaire, constitue également un avantage fiscal important.

En outre, le paiement des intérêts peut être pris en charge par la société rachetée sans que cela ne lui coûte rien. En effet, si le salarié devenu dirigeant augmente sa rémunération du montant des intérêts payés, ses impôts ne sont pas modifiés alors que le sur-salaire versé, et les charges sociales y afférentes,

passent dans les charges déductibles de l'entreprise et sont déduites du résultat avant impôt sur les sociétés.

d) "Trop d'avantage fiscal peut tuer l'avantage fiscal"

C'est en ces termes qu'un financier s'exprimait dans un hebdomadaire économique (1) pour qualifier les effets pervers des avantages fiscaux consentis aux repreneurs d'entreprises.

Pour que l'avantage fiscal entraîne un coût important pour le Trésor, il est normal que les services du Ministère des finances vérifient que la loi n'est pas détournée de son objet. Personne ne conteste que l'administration fiscale se comporte ainsi, mais il en résulte des difficultés. En effet, pour beaucoup de projets de rachats, d'autres acquéreurs que les salariés peuvent être intéressés.

La concurrence est faussée au détriment du personnel en raison de la nécessité d'obtenir l'agrément préalable. Les cadres d'une société ne peuvent présenter, face à une offre ferme d'un investisseur, qu'une offre conditionnelle et aléatoire. Il leur faut déposer une demande d'agrément dont l'instruction va durer deux mois, en fait parfois plus. Cette contrainte risque d'écarter de la procédure les entreprises les plus compétitives qui trouveront facilement et rapidement un acheteur extérieur et de s'appliquer seulement aux entreprises moins performantes qui auront le temps nécessaire pour attendre les délais de procédure faute d'acquéreurs. Dans certains cas, plus nombreux qu'on pourrait le penser, les vendeurs sont prêts à être patients et à vendre moins cher au personnel car ils sont attachés à la pérennité de l'entreprise et à la permanence des cadres et employés qu'ils ont recrutés au cours des ans. Mais la procédure administrative préalable constitue toujours un handicap.

e) Un dispositif trop restrictif

Les restrictions apportées par la lettre ministérielle de 1985 gênent la transmission des petites entreprises. Elles empêchent des reprises mixtes, c'est-à-dire des opérations dans lesquelles un ou plusieurs cadres de l'entreprise s'associent à un ou plusieurs cadres venant de l'extérieur. Or, cette situation se présente fréquemment.

(1) M. de Bernardy, *Le Nouvel Economiste* du 20 mars 1987

La règle posée en 1985 selon laquelle il faut être embauché depuis au moins un an rend impossible l'apport extérieur. Et cela est tout à fait dommageable pour les petites entreprises qui n'ont pas toujours en leur sein les cadres ayant la fonction, l'expérience et la volonté de succéder au patron. Ce dernier peut vouloir céder son entreprise ou se trouver contraint de le faire, soit en raison de son âge, soit de difficultés graves qui mettent l'entreprise en péril.

La vision nouvelle apportée par des gestionnaires extérieurs peut contribuer à développer ou à redresser une entreprise qui a encore des forces réelles. Il est regrettable de freiner ce genre d'évolution.

Le succès limité de la loi de 1984 s'explique certainement par les contraintes du dispositif mis en place pour son application.

Tel est l'objectif poursuivi par le projet de loi déposé par le Gouvernement qui vise à établir un nouvel équilibre entre des contraintes de procédure assouplies et un avantage fiscal réduit.

CHAPITRE III

FAVORISER L'ASSOCIATION ENTRE LES APORTEURS DE CAPITAUX ET LES SALARIES

En France, l'idée d'encourager l'association des salariés à la vie de l'entreprise est apparue dès le début de l'ère industrielle.

Le "mythe" de la participation plonge, en effet, ses racines dans les grands mouvements d'idées qui ont agité l'histoire sociale du 19ème siècle.

Désireux de dépasser la conception civiliste de l'entreprise, centrée sur la notion de louage de services qui met en présence un travailleur louant sa force de travail contre une rémunération forfaitaire et un employeur, apporteur de capitaux, guidé par la recherche d'un bénéfice en rémunération de ses apports, certains théoriciens politiques se font les propagandistes de l'idée d'un capitalisme populaire.

Deux réalisations pratiques, mais d'application limitée, devaient naître de l'imagination des socialistes "Utopistes" du siècle dernier : la coopérative de production et la société à participation ouvrière.

L'évolution de la doctrine sociale de l'Eglise constitue le second point d'ancrage du développement de la société participative.

Préconisée par l'encyclique *Rerum Novarum*, en 1891, l'idée de la participation des travailleurs à la prospérité des entreprises est au centre des réflexions de la démocratie chrétienne durant la période de l'entre-deux guerres.

Mais le problème des droits des salariés dans la gestion et les résultats de l'entreprise rebondit avec l'institution des ordonnances sociales au lendemain de la seconde guerre mondiale et le développement, au cours des années cinquante, des premières formes d'actionnariat populaire. Puis à partir de

1958, l'émergence du thème de l'association du Capital et du Travail va amorcer le phénomène particulier de la participation des salariés aux résultats de l'entreprise.

I. HISTORIQUE DE LA PARTICIPATION FINANCIERE DES SALARIES

La participation repose sur une notion fondamentale : celle de partage. Toutefois, celui-ci peut être opéré à des niveaux différents, en fonction des préoccupations exprimées dans l'entreprise. Ainsi, l'intéressement au bénéfice s'analyse comme une rémunération supplémentaire liée à des performances économiques tandis que l'actionnariat permet de transférer, vers les salariés, une fraction du pouvoir de décision. Dans ce contexte général, la volonté de l'employeur et du personnel de l'entreprise est à l'évidence, le seul véritable élément déterminant. Mais le choix est également conditionné par les pouvoirs publics qui, en définissant un cadre légal incitatif, peuvent orienter les partenaires sociaux vers la forme de participation répondant le plus aux objectifs économiques ou sociaux du moment.

Or, à cet égard, il apparaît clairement que la construction de notre législation de la participation a connu trois grandes étapes : le partage des résultats, le partage du capital et l'intéressement au financement de l'entreprise.

A. LE PARTAGE DES RESULTATS DE L'ENTREPRISE

Chronologiquement, l'intéressement des salariés aux performances économiques de leur entreprise représente la première forme légale d'association entre les détenteurs du capital et les producteurs introduite dans notre droit positif. La participation est alors envisagée comme le partage - entre patron et salariés - des fruits d'un effort commun ayant conduit, soit à la réalisation d'un bénéfice, soit à une amélioration sensible des conditions de production.

Autour de cette idée-force, la législation a cependant connu de nombreux développements : initialement conçu comme un complément de rémunération immédiatement disponible, le

produit de la participation s'est en effet transformé en une épargne constituée par l'entreprise au profit de son personnel. Parallèlement, et après plusieurs expériences facultatives, les pouvoirs publics ont décidé d'introduire un régime obligatoire conférant ainsi aux salariés un véritable droit sur les bénéfices.

1. Un complément de rémunération

Dans cette optique, la participation s'analyse comme un dispositif permettant d'attribuer à tout le personnel de l'entreprise une rémunération exceptionnelle liée à la réalisation d'un objectif préalablement déterminé. Elle conduit alors à une amélioration immédiate du pouvoir d'achat des employés.

a) Le régime de 1955

D'un point de vue historique, le premier dispositif d'incitation à l'intéressement des salariés fut introduit dans notre législation par un décret-loi du 20 mai 1955. Toutefois, dès l'origine, il a présenté un caractère facultatif, qui témoigne de la prudence avec laquelle il fut accueilli.

Fondé sur le seul critère d'accroissement de la productivité, ce régime était subordonné à l'existence d'une convention conclue entre l'employeur et les représentants des organisations syndicales.

En outre, pour ouvrir droit aux exonérations de cotisations sociales prévues par les textes, cet accord devait être approuvé par une commission administrative départementale.

Fortement limité par toutes ces contraintes, le régime de 1955 n'a connu en fait qu'une application très limitée. Il fut donc abrogé dès 1960. Mais l'impulsion était donnée et la participation allait trouver un nouveau souffle avec l'avènement de la Vème République.

b) L'ordonnance du 7 janvier 1959 ou le régime d'intéressement des salariés

Bien que s'inspirant de l'expérience de 1955, le régime mis en place par l'ordonnance n° 59-126 du 7 janvier 1959 - et toujours en vigueur - répond à des objectifs beaucoup plus

ambitieux. Destiné à favoriser "l'association ou l'intéressement des travailleurs à l'entreprise", il autorise en effet des formes de rémunération collective beaucoup plus vastes que de simples primes de productivité. En revanche, il conserve un caractère facultatif.

Ouvert à toutes les entreprises, quelle que soit leur taille, mais subordonné à l'existence d'un accord entre la direction et les représentants des salariés, ce régime dit "de l'intéressement" prévoit en fait quatre formules :

- une participation collective aux résultats;
- un intéressement à l'accroissement de la productivité;
- un intéressement au capital ou à une opération d'autofinancement;
- tout autre mode de rémunération collective permettant de réaliser une association effective des travailleurs à l'entreprise.

Dans cette optique, l'intéressement reflète alors soit une variation dans l'activité économique, soit un progrès dans l'entreprise.

Lorsque l'objectif est atteint, l'ensemble du personnel bénéficie d'une rémunération exceptionnelle, généralement versée sous forme de prime, et en tout état de cause, immédiatement disponible.

Toutefois, ce dispositif demeure assorti d'avantages fiscaux relativement limités. Aussi, en dépit des mesures d'harmonisation introduites par la loi du 27 décembre 1973, n'a-t-il connu qu'un succès restreint.

2. L'aide à l'épargne

Devant l'accueil mitigé rencontré par le dispositif de 1959, le Gouvernement se préoccupa, dès 1962, de rechercher les conditions susceptibles d'entraîner un véritable développement de la participation ouvrière.

Cette réflexion fut cependant bientôt influencée par les orientations économiques retenues dans le cadre du Plan. En effet, engagés dans une action en faveur de l'investissement, les pouvoirs publics étaient naturellement conduits à rechercher les moyens permettant de stimuler l'épargne.

C'est dans ce contexte général qu'il convient de situer la loi d'habilitation du 22 juin 1967 autorisant le Gouvernement "à prendre par ordonnances toutes mesures tendant à... 2°) assurer la participation des travailleurs aux fruits de l'expansion des entreprises tout en favorisant la formation d'une épargne nouvelle et le développement des investissements".

a) L'ordonnance du 17 août 1967 ou l'institution d'un régime obligatoire

Ayant trois objectifs distincts mais complémentaires (participation, épargne, investissement), le régime de 1967 présente des différences fondamentales par rapport aux dispositifs qui l'ont précédé :

- d'une part, il est obligatoire pour les entreprises employant plus de cent salariés et ne demeure facultatif que pour celles ayant un effectif inférieur à ce seuil légal. De ce fait, le régime de la participation aux fruits de l'expansion introduit une modification fondamentale dans les relations entre l'employeur et ses employés, en accordant à ces derniers un véritable droit sur les bénéfices de l'entreprise,

- d'autre part, les sommes revenant au personnel - et dénommées Réserve spéciale de participation - demeurent indisponibles pendant une période minimale de cinq ans. Par ce biais, l'intéressement perd son caractère de rémunération immédiate et se transforme en épargne accumulée par l'entreprise au profit de son personnel,

- enfin, et en contrepartie, il ouvre droit à des avantages fiscaux particulièrement incitatifs, tant pour les salariés que pour l'entreprise.

Prélevée sur le bénéfice de l'exercice, la Réserve spéciale de participation est en principe calculée à partir d'une formule faisant intervenir le rapport masse salariale sur valeur ajoutée. Toutefois, les partenaires sociaux peuvent opter, par voie

d'accord dérogatoire, pour un régime comportant une base de calcul différente, sous réserve que les salariés obtiennent alors des avantages au moins équivalents à ceux du régime de base.

Ces sommes ne pouvant être immédiatement distribuées au personnel, elles doivent donc être placées. A cet égard, trois possibilités sont offertes :

- soit l'affectation à un fonds d'investissement de l'entreprise. Les salariés obtiennent alors une créance rémunérée par des intérêts,
- soit l'attribution d'actions de la société,
- soit un versement à un organisme de placement, en vue d'un emploi sur le marché financier.

Dans les deux premières formules, les salariés participent directement au financement de leur entreprise. L'association des détenteurs du capital et des producteurs est alors réalisée au niveau d'une société particulière. En revanche, la troisième possibilité répond à un autre souci : celui d'intéresser les salariés au développement de l'économie française. C'est d'ailleurs dans cette dernière optique que s'insère également le mécanisme des plans d'épargne entreprise.

b) L'ordonnance n° 67-694 sur les plans d'épargne entreprise

Créé par une autre ordonnance du 17 août 1967, le plan d'épargne entreprise s'analyse en deux idées distinctes :

- d'une part, il apparaît comme l'un des prolongements directs du régime de la participation aux fruits de l'expansion. Sous cet angle, il constitue alors un simple cadre destiné à recevoir la fraction du bénéfice attribuée aux salariés,
- d'autre part, il est facultatif et peut être mis en oeuvre par toutes les entreprises, quelle que soit leur taille ou leur effectif. Il se présente alors comme un mécanisme de participation différent des régimes précédents.

Si l'on se réfère à sa définition, le plan d'épargne entreprise est un système d'épargne collectif ouvrant aux salariés d'une entreprise la faculté de se constituer, avec l'aide de celle-ci, un portefeuille de valeurs mobilières.

Formule souple, et accompagné de surcroît d'avantages fiscaux substantiels, ce régime de participation suppose une double intervention :

- des versements volontaires des salariés, dans la limite d'un quart de leur salaire annuel,
- une participation de l'entreprise nécessaire pour que le plan existe, mais déductible du résultat de l'exercice à hauteur de 3.000 F par an et par adhérent.

Les sommes ainsi recueillies sont indisponibles pour une durée de cinq ans et doivent être placées exclusivement sous forme d'actions de SICAV ou de parts de fonds commun de placement. Grâce à ce dispositif, le salarié peut alors se constituer une amorce de capital.

B. LE PARTAGE DU CAPITAL

L'idée d'une association de capital et du travail dépasse cependant les simples notions d'intéressement aux bénéfices ou d'aide à la constitution d'une épargne. En effet, les résultats financiers de l'entreprise ne dépendent pas exclusivement du travail des salariés, mais découlent également des décisions de gestion et de l'environnement économique général. Dans une optique participative, ce constat conduit tout naturellement à envisager un partage du capital, c'est-à-dire de la propriété et donc en principe du pouvoir, entre les investisseurs et le personnel, afin de réaliser une véritable démocratie industrielle.

Toutefois, au-delà de cet aspect philosophique, l'actionnariat des salariés présente également des avantages économiques. Il permet de transformer l'entreprise en véritable communauté d'intérêt. Fidélisé par sa participation au capital, le salarié est de fait plus motivé dans la mesure où son patrimoine personnel se trouve directement valorisé par son travail

professionnel. L'entreprise n'est plus seulement son employeur, elle devient en partie son bien qu'il a personnellement intérêt à défendre et à faire prospérer.

Certes, il est exact que toutes les formules de participation aux bénéfices peuvent conduire, d'une manière ou d'une autre, au développement du capitalisme populaire. Les règles d'emploi des fonds collectés dans le cadre de la participation ou des plans d'épargne entreprise permettent à un salarié de se constituer un portefeuille d'actions, parmi lesquelles peuvent se loger des titres de la société qui l'emploie. Toutefois, cette situation n'est qu'une conséquence indirecte de mécanismes ayant un objectif beaucoup plus vaste.

Aussi, dès la fin des années 60, les entreprises se sont vu proposer des dispositifs spécifiques leur permettant de faire glisser - directement et dans des conditions avantageuses - une partie du capital vers les salariés et plus particulièrement vers leurs cadres.

a) Les prémices : l'actionnariat dans le secteur public

Une telle politique a tout d'abord été inaugurée par certaines sociétés du secteur public. La première expérience fut autorisée à la Régie Renault par la loi du 2 janvier 1970, et prit la forme de distribution gratuite d'actions aux membres du personnel ayant plus de cinq ans d'ancienneté. Elle fut par la suite étendue, sous une forme pratiquement identique, aux banques et sociétés d'assurances par des textes de 1973. Puis l'Etat ayant donné l'exemple, le législateur a tenté d'élargir l'actionnariat des salariés aux entreprises du secteur privé.

b) La loi du 31 décembre 1970 : l'apparition d'un actionnariat sélectif

Directement inspiré de la pratique des sociétés aux Etats-Unis, le régime des options de souscription ou d'achat d'actions permet aux salariés de devenir actionnaires de leur entreprise tout en bénéficiant d'une éventuelle valorisation des titres qui leur sont proposés. Il s'analyse donc comme un mécanisme de participation, mais aussi comme un moyen d'accorder une rémunération à long terme.

En fait, bien qu'il soit théoriquement possible d'en faire bénéficier tout le personnel, le régime des options s'adresse essentiellement aux cadres de l'entreprise. Il permet, en effet,

une véritable sélection des bénéficiaires en fonction des qualités ou services que l'entreprise souhaite récompenser.

Pour la société, deux formules distinctes sont envisageables :

- soit les options de souscriptions d'actions, qui se traduisent, à terme, par une augmentation du capital de la société,

- soit les options d'achat d'actions, qui n'entraînent aucune création d'actions nouvelles, mais seulement une certaine redistribution du capital social existant au profit de futurs actionnaires que seront, s'ils le souhaitent, les salariés. Cette dernière formule comporte toutefois une contrainte lourde : la société doit racheter ses propres titres avant de consentir les options.

Quel que soit le régime retenu, le salarié dispose alors d'un délai de cinq ans pour acquérir les titres que son entreprise lui propose, mais à un prix qui est fixé d'avance.

Bien que très attractif dans son principe, le régime des options s'est développé très lentement. En effet, alors que la Bourse connaissait une évolution peu favorable, les contraintes fiscales imposées tant à la société qu'au salarié levant une option sont apparues véritablement dissuasives. Aussi, en 1984, ne dénombrait-on que 40 plans d'options, concernant 6.000 à 7.000 salariés.

Mis en évidence dès 1978 dans le rapport de M. Delouvrier, puis en 1982 par M. Dautresme, les faiblesses du régime des options de souscription ou d'achat d'actions ont alors été partiellement supprimées dans le cadre de la loi du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique.

c) La loi du 27 décembre 1973 ou l'introduction d'un actionnariat généralisé

Très rapidement, il est apparu nécessaire d'instaurer, au côté du mécanisme sélectif des options d'achat ou de souscription d'actions, un dispositif s'adressant à l'ensemble du personnel. Cette étape fut donc franchie par la loi du 27 décembre 1973 relative aux plans d'actionnariat.

Présentant un caractère facultatif et longtemps réservé aux sociétés cotées en Bourse ayant distribué des dividendes, le dispositif de 1973 se concrétise :

- soit par une augmentation de capital réservée aux salariés,
- soit par l'achat en Bourse des titres nécessaires, l'acquisition étant alors réalisée par la société pour le compte de ses salariés.

Techniquement, le plan d'actionnariat apparaît relativement proche du plan d'épargne entreprise. En effet, les souscriptions ou achats d'actions se trouvent financés par un prélèvement sur les salaires, mais peuvent également donner lieu à un abondement de la part de l'entreprise.

Instrument remarquablement bien adapté, et de surcroît peu coûteux pour l'entreprise, le système des plans d'actionnariat fut malheureusement longtemps ignoré : en effet, au 31 décembre 1983, seulement 10.225 salariés avaient pu bénéficier de cette formule.

C. UNE TENTATIVE ORIGINALE : LES FONDS SALARIAUX

Créé par la loi de finances pour 1984, le régime des fonds salariaux relève d'une logique différente de celle ayant inspiré les dispositifs précédents.

En effet, jusqu'alors, la participation reposait sur l'idée de partage d'une manne provenant du développement ou de la valorisation de l'entreprise. Elle se traduisait donc par une action de répartition -du bénéfice ou du capital- entre actionnaires et salariés.

L'association capital-travail, proposée dans le cadre des fonds salariaux, est de nature fort différente. Elle s'analyse en fait comme un appel direct à l'épargne salariale en vue d'atteindre des objectifs économiques bien précis : financer des investissements productifs ou des opérations tendant à la réduction du temps de travail et à la création d'emplois.

Dans cette optique, les salariés contribuent alors directement -et à partir de leur propre revenu- au financement des entreprises.

Un fonds salarial peut être institué dans tous les organismes de droit privé par voie d'accord ou de convention entre l'employeur et ses salariés. Mais le bénéfice des avantages fiscaux reste subordonné à un agrément du ministère des finances. Seuls, les employés peuvent alimenter le fonds en versant une fraction de leur salaire.

Les sommes ainsi recueillies sont alors indisponibles durant une période de cinq ans et peuvent être placées soit :

- en compte bloqué dans l'entreprise,
- en fonds communs de placements créés à cette fin ou destinés à recevoir le produit du régime de participation aux fruits de l'expansion.

Mais dans l'ensemble, ce dispositif est assorti d'un régime fiscal peu incitatif.

Chaque participant ne bénéficie que d'une simple réduction d'impôt, égale à 25 % des sommes qu'il a versées et plafonnée à 1.250 francs par an.

Dans ces conditions, et en dépit de son aspect original, le Fonds salarial n'a rencontré, dans la pratique, aucun écho.

Fruit de la superposition de nombreux textes, eux-mêmes modifiés ou complétés à des époques différentes, la législation sur la participation est hélas devenue, au fil du temps, d'une redoutable complexité. Souvent parallèles, sinon concurrents et de surcroît pas toujours harmonieux entre eux, les six mécanismes de participation s'avéraient désormais trop nombreux, les partenaires sociaux éprouvant alors des difficultés pour exercer un choix correspondant à leurs objectifs. Une remise en ordre était donc devenue nécessaire.

II. VERS UNE ADAPTATION DE LA LEGISLATION

Dès mars 1986, le Gouvernement a indiqué que l'association du capital et du travail figurait au nombre de ses priorités. Mais cette volonté d'adaptation ne se limite pas à un simple effort de clarification législative. En fait, les pouvoirs publics ont décidé d'utiliser la participation comme un élément de réponse aux problèmes économiques et sociaux que connaît aujourd'hui la France.

A. UN IMPERATIF ECONOMIQUE

Dans un contexte économique général de croissance faible, les salaires ne peuvent augmenter aussi rapidement qu'au cours des années de forte expansion. Un tel facteur est encore plus sensible à l'heure où l'assainissement de notre économie repose en grande partie sur une politique salariale rigoureuse. Mais le redressement ainsi opéré étant le fruit des efforts de tous, il est impératif que les salariés puissent en bénéficier dès que la situation financière de leur entreprise s'améliore.

Dans cette optique, la participation offre une vaste gamme de dispositifs permettant d'opérer une telle répartition, en fonction des performances propres à chaque société, mais également suivant les mérites que l'on souhaite récompenser.

L'attrait de la participation ne se limite pas au seul aspect pécuniaire. Confrontée à une concurrence tous les jours plus féroce, l'économie française doit faire preuve de dynamisme. Or, celui-ci ne peut venir que des entreprises elles-mêmes. Encore faut-il pour cela qu'elles constituent autant de communautés d'intérêt, où chacun est conscient des enjeux et peut établir un lien entre ce qu'il fait et le résultat obtenu. Or, la motivation des salariés suppose qu'il leur soit possible de s'intégrer totalement dans la vie de l'entreprise, c'est-à-dire de partager ses difficultés mais aussi ses succès.

Enfin, le nécessaire effort d'investissement que doit réaliser notre économie passe par un renforcement de l'épargne des ménages. Placée sur le marché financier, celle-ci permettra d'accroître des fonds propres des entreprises, seul garant d'un développement harmonieux. Là encore, la logique participative et les nombreux mécanismes qu'elle a engendrés, permet d'atteindre un tel objectif tout en donnant aux Français la propriété de leur appareil productif.

En définitive, la participation apparaît comme un vecteur puissant capable de mobiliser toutes les énergies en vue de renforcer notre compétitivité économique. Toutefois, pour tendre vers cet objectif, encore fallait-il que les diverses formules proposées aux partenaires sociaux soient désormais actualisées et rendues plus attractives.

B. UN TEXTE DE SYNTHESE : L'ORDONNANCE DU 21 OCTOBRE 1986

Dans cette optique, le Gouvernement a été autorisé, par l'article 3 de la loi d'habilitation n° 86-793 du 2 juillet 1986, à "modifier les dispositions du Code du travail et du Code général des impôts relatives à l'intéressement, à la participation et à l'actionnariat des salariés en vue de favoriser la participation de ceux-ci au capital et aux résultats de l'entreprise".

Une telle rédaction imposait cependant cette restriction. En faisant référence aux seuls Code du travail et Code des impôts, elle interdisait au Gouvernement d'aménager par voie d'ordonnance les dispositifs d'actionnariat direct des salaires qui se trouvent intégrés dans la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales. Dans ces conditions, la réforme introduite par l'ordonnance n° 86-1134 du 21 octobre 1986 ne pouvait concerner que quatre des six principaux mécanismes, à savoir l'intéressement, la participation aux fruits de l'expansion, les plans épargne entreprise et les fonds salariaux.

Globalement, quatre objectifs ont été poursuivis :

1. Une simplification de la législation

Le nombre de mécanismes de participation se réduit grâce à la suppression du fonds salarial alors que leurs conditions de mise en oeuvre sont désormais harmonisées.

Cet effort de rationalisation s'est accompagné d'un allègement très sensible des contraintes administratives. En particulier, les contrôles et autorisations préalables, jusqu'alors exigés pour les régimes d'investissement ou de participation aux fruits de l'expansion, sont supprimés.

2. Une relance de la politique contractuelle

La véritable participation repose sur une démarche volontaire des partenaires sociaux. Encore faut-il pour cela que la législation leur laisse une certaine marge de négociation.

Dans cette optique, employeurs et salariés peuvent désormais convenir de mécanismes diversifiés d'intéressement, prenant en compte les particularités des différentes catégories de personnel ou unités de travail. De même, ils obtiennent la possibilité de moduler la durée de blocage des fonds de la participation. Enfin, l'accord de participation peut maintenant être adopté dans l'entreprise par une procédure de référendum lancée à l'initiative conjointe de l'employeur et d'une organisation syndicale représentative.

3. Un accroissement sensible des avantages fiscaux

Désormais, les sommes reçues par les salariés au titre de l'intéressement et investies dans un plan d'épargne entreprise sont exonérées d'impôt sur le revenu, dans la limite de la moitié du plafond annuel de la Sécurité sociale. De même,

l'incitation fiscale dont bénéficient les entreprises qui concluent des accords de participation au-delà du minimum légal, est doublée.

4. Le développement de l'actionnariat des salariés

Le plan d'épargne entreprise est profondément rénové et se trouve pratiquement fusionné avec le dispositif des plans d'achat d'actions. Ainsi, pour encourager les versements volontaires du personnel, les sommes que l'employeur peut verser sur le plan passent de 3.000 francs à 10.000 francs par adhérent.

De plus, cette limite est portée à 15.000 francs lorsque les versements du personnel sont consacrés à l'acquisition de titres émis par la société elle-même.

Regroupés dans le cadre d'un texte unique, autonome par rapport au Code du travail, les trois principaux mécanismes de participation forment désormais un ensemble harmonieux, cohérent et beaucoup plus attractif qu'auparavant.

C. LE NECESSAIRE

AMENAGEMENT DU REGIME DES STOCKS OPTIONS

De par sa rédaction, la loi d'habilitation interdisait donc au Gouvernement de modifier par voie d'ordonnances le régime des options de souscription ou d'achat d'actions.

Déjà remanié dans le cadre de la loi du 9 juillet 1984 relative au développement de l'initiative économique, ce mécanisme ne nécessitait d'ailleurs pas de nouvelle refonte. Toutefois, dès octobre 1986, le Gouvernement annonçait qu'il lui apporterait quelques améliorations ponctuelles.

Celles-ci sont nécessaires. En effet, la qualité de la gestion et le dynamisme d'une entreprise dépendent pour l'essentiel des cadres qui, par ailleurs, sont les principaux bénéficiaires du

régime des stocks options. La recherche d'une plus grande compétitivité, indispensable à la croissance de notre économie, suppose donc que tous les moyens soient mis en oeuvre en vue d'obtenir une meilleure implication d'un personnel d'encadrement dont l'action est décisive.

Les dispositions prévues au chapitre II du présent projet de loi traduisent cette volonté. Elles permettront en outre d'achever l'oeuvre d'harmonisation entre les différents régimes de participation entreprise dès 1986. Employeurs et salariés devraient donc bientôt pouvoir disposer d'un ensemble de dispositifs présentant des objectifs distincts mais assortis d'avantages comparables. Les obstacles juridiques étant alors levés, l'avenir de la participation ne dépendra plus que de la volonté des partenaires sociaux.

Chapitre IV

LA FISCALITE DE L'EPARGNE

Le régime fiscal de l'épargne peut, dans un pays, être caractérisé par la réponse à quelques questions :

- s'agissant des actions, existe-t-il un avoir fiscal, c'est-à-dire une disposition destinée à diminuer la charge résultant, pour les dividendes, du cumul de l'impôt sur les bénéfices de la société distributrice du dividende et de l'impôt sur le revenu de celui qui le perçoit? L'imposition des revenus de dividendes d'actions bénéficie-t-elle d'un abattement? Existe-t-il, ou non, un dispositif fiscal favorisant l'achat d'actions?

- à propos des obligations, le régime fiscal mis en place prévoit-il un abattement à la base? Institue-t-il un prélèvement libérateur?

Tous les principaux pays industrialisés pratiquent des régimes fiscaux visant à favoriser la détention de valeurs mobilières. Sous des formes variées, ils font bénéficier l'épargne d'avantages fiscaux.

Votre rapporteur, après avoir évoqué le cas de ces pays (I), décrira la situation française actuelle (II).

I. L'IMPOSITION DES REVENUS DE VALEURS MOBILIERES DANS LES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISES

D'une manière générale, les revenus tirés par les ménages d'actifs financiers sont assujettis à l'impôt sur le revenu. Cependant, le traitement fiscal de l'épargne financière est sensiblement différent selon les pays car tous mettent en place des avantages divers destinés à favoriser l'épargne en valeurs mobilières, notamment celle des petits épargnants.

1) En République fédérale d'Allemagne, les titulaires de dividendes bénéficient d'un avoir fiscal à 100 %. Ainsi, la double imposition des bénéfices distribués (à l'impôt sur les sociétés, d'abord, puis ensuite, à l'impôt sur le revenu) est-elle totalement éliminée en Allemagne. Ce régime, économiquement très favorable, constitue assurément un exemple pour notre pays.

Par ailleurs, les dividendes, de même que les intérêts perçus sur des titres de créances, sont intégrés dans le revenu imposable, sans prélèvement libératoire pour les revenus d'obligations.

Pour le calcul de la base imposable, le droit fiscal allemand prévoit des abattements forfaitaires au bénéfice des petits porteurs de valeurs mobilières. Les contribuables peuvent soustraire de leurs revenus mobiliers :

- 100 marks représentant les frais d'acquisition et de gestion du portefeuille ;
- 300 marks à titre d'encouragement à l'épargne pour un célibataire. Ces abattements sont multipliés par deux pour un couple.

En outre, les contribuables bénéficient de plusieurs dérogations:

- les intérêts versés sur certaines obligations émises avant 1954 sont exonérés; il s'agissait de développer alors le marché des valeurs à revenu fixe.
- les salariés, dont le revenu imposable ne dépasse pas 24.000 marks en 1985 (48.000 marks pour les couples mariés), bénéficient d'un régime fiscal privilégié: si leurs revenus annexes (qui incluent les revenus de valeurs mobilières) ne dépassent pas 800 marks, ils sont exonérés. Entre 800 et 1.600 marks, ils ne sont exonérés qu'à concurrence de la différence entre leur montant et 1.600 marks. Au-delà, ces revenus sont totalement imposables.

2) Aux Etats-Unis, les intérêts procurés par les placements financiers et les prêts sont soumis à l'impôt fédéral sur le revenu au même taux que les autres formes de revenus imposables. En outre, il n'existe pas d'avoir fiscal. Cependant, jusqu'à la réforme fiscale intervenue en 1986, l'imposition des valeurs mobilières faisait l'objet de deux grandes dérogations:

- une disposition introduite en 1981, mais ne s'appliquant qu'à partir de 1985, était destinée à favoriser l'épargne. A cet effet, les intérêts nets perçus (c'est-à-dire revenus reçus moins les intérêts versés sur les emprunts contractés) étaient exclus du revenu imposable, à hauteur de 15 %, et dans la limite de 3.000 dollars pour les célibataires (6.000 dollars pour les couples);
- étaient également exonérés de l'impôt fédéral sur le revenu, les intérêts perçus par les détenteurs d'obligations des Etats ou des collectivités locales.

A l'issue de la réforme fiscale américaine, plus aucune déduction ne devrait exister en ce domaine aux Etats-Unis.

3) L'Italie pratique un système d'incitation à l'épargne longue :

- en matière d'obligations, la loi fiscale italienne prévoit une retenue à la source de 12,5 % des intérêts reçus par les ménages. Cette retenue est considérée comme un impôt libératoire pour les personnes physiques ;
- les dividendes tirés des portefeuilles d'actions font l'objet d'une imposition à taux réduit, qui varie entre 10 % et 15 %.

4) Au Japon, les revenus de l'épargne des ménages sont imposés soit par incorporation dans leur revenu imposable, soit par le biais d'un prélèvement libératoire de 35 %. Cependant, le système fiscal japonais est caractérisé par l'étendue des régimes dérogatoires qu'il met en place :

- chaque personne physique peut détenir jusqu'à 3 millions de yens - quelque 360.000 francs - (1) en obligations gouvernementales exonérés d'impôt. Au-delà, les particuliers peuvent bénéficier d'un prélèvement forfaitaire de 20 % ;
- d'autre part, les fonds communs de placement par le canal desquels les ménages japonais investissent à l'étranger sont soumis, sous condition, à un régime fiscal particulier : les revenus versés par ces fonds ne sont pas imposables si la part des actions étrangères ne dépasse pas 30 %, le reste étant constitué par des bons d'Etat japonais.

5) En Grande-Bretagne, les avantages offerts aux épargnants sont beaucoup plus limités. Les intérêts perçus sur les obligations font l'objet d'une retenue à la source au taux de base de 30 %, augmenté pour les personnes imposées à un taux supérieur. Seuls les détenteurs de portefeuilles obligataires qui ne sont pas imposables peuvent obtenir ultérieurement le remboursement de la retenue à la source.

(1) Cours du yen au 29.04.1987 : 100 yens = 4,27 francs.

Au total, la fiscalité des revenus tirés de valeurs mobilières paraît être particulièrement favorable au Japon et en Italie. Elle semble l'être beaucoup moins en République fédérale d'Allemagne. Aux Etats-Unis, depuis l'entrée en vigueur de la réforme fiscale, et au Royaume-Uni les avantages sont encore plus réduits. Par rapport à ces pays, la France se situe dans une situation plutôt favorable, étant caractérisée :

- par une grande variété de régimes particuliers et dérogatoires ;
- par la coexistence de mesures favorables à l'achat de titres et à la détention de ceux-ci.

II - LA SITUATION FRANCAISE ACTUELLE

En France, le maintien de taux d'intérêt réels négatifs depuis 1945 entraînait deux conséquences : une orientation plus importante de l'épargne des ménages vers l'immobilier, au détriment du financement des entreprises et la recherche par l'épargnant de la plus-value plutôt que du rendement. Vers 1978, se produisit un renversement de cette très ancienne tendance. D'abord légèrement positifs (+ 0,2 % en 1978, + 0,7 % en 1980), les taux d'intérêt réels sur le marché obligataire s'établissent à quelque 6 % positifs depuis 1982. L'épargne financière, dans ces conditions, redevint rentable pour l'épargnant.

Parallèlement, constatant également en 1978 que l'épargne des ménages, quoique d'un niveau comparable, voire supérieur, à celui des principaux pays industrialisés, était surtout orientée vers l'immobilier au détriment des actifs financiers et que l'épargne financière revêtait avant tout une forme liquide, les pouvoirs publics décidèrent de mener une politique volontariste. Il s'agissait de réorienter l'épargne vers les placements financiers et, parmi ceux-ci, vers les plus longs.

1) Cette politique, motivée par le désir de susciter un financement plus sain de l'économie, s'est traduite, sur le plan fiscal, par diverses mesures favorables à l'épargne longue.

o Outre l'avoir fiscal institué par la loi du 12 juillet 1965, la loi du 13 juillet 1978 permettait aux épargnants de bénéficier, à concurrence d'un certain montant, d'une déduction de leurs achats nets d'actions françaises (dans la limite annuelle de 5.000 francs par foyer, augmentée de 500 francs pour chacun des deux premiers enfants à charge et de 1.000 francs par enfant à charge à compter du troisième). Cette déduction ne s'appliquait que si le contribuable maintenait l'ensemble des valeurs en dépôt pendant les quatre années suivant celle au titre de laquelle la première déduction avait été pratiquée.

o D'autre part, la loi prévoyait une franchise d'impôt sur le revenu des personnes physiques. En ce qui concerne les

obligations, cet abattement était fixé à 5.000 francs, auxquels s'ajoutaient 1.000 francs pour les revenus provenant de l'emprunt 8,80 % 1977 et la totalité des intérêts de l'emprunt 4 1/2 % 1973.

Ces abattements étaient applicables quel que soit le revenu total du contribuable. Il n'en était pas de même pour les actions, puisque seuls pouvaient bénéficier d'une déduction, d'ailleurs plus faible (fixée à 3.000 francs), les contribuables dont le revenu imposable n'excédait pas la limite de la dixième tranche du barème (320.000 francs pour un couple sans enfant en 1986). Encore faut-il noter que cet abattement de 3.000 francs n'était pas cumulable avec la déduction du revenu imposable du montant des achats nets d'actions françaises effectués entre le 1er juin 1978 et le 31 décembre 1981 dans la limite de 5.000 francs.

o Enfin, la différence de traitement existant entre les revenus tirés d'obligations et ceux provenant d'actions était accrue par l'existence d'un prélèvement libératoire : l'épargnant avait (et a toujours) la possibilité de consentir sur ses revenus obligataires un prélèvement de 25 % (26 % depuis 1985) dit "libératoire" parce que ces revenus sont alors exonérés de l'impôt sur le revenu, qui - lui - est progressif et peut atteindre jusqu'à 58 % du revenu imposable en 1987.

La loi du 13 juillet 1978 a orienté vers la bourse de nombreux épargnants attirés par la déduction fiscale qu'elle autorisait. En trois ans, le nombre de détenteurs de valeurs mobilières a augmenté de 50 %.

2) La loi de finances pour 1983 et la loi sur l'épargne du 3 janvier 1983 ont confirmé le statut fiscal privilégié des obligations et des actions, tout en modifiant quelque peu le dispositif en vigueur.

Le Compte d'Epargne en Actions (C.E.A.), institué par la loi de finances pour 1983, s'inspire du même esprit que la loi de 1978, dont il a pris le relais. Depuis 1983, l'épargne en actions est ainsi favorisée par une réduction d'impôt égale à 25 % des achats nets d'actions françaises déposées dans un C.E.A. Le maximum d'achat donnant lieu à la réduction d'impôt est de 7.000 francs (14.000 francs pour un couple), soit une réduction d'impôt maximum de 1.750 francs (3.500 francs pour un couple). Ce dispositif est cumulable avec l'abattement sur les revenus

imposables provenant de dividendes d'actions émises en France, abattement fixé à 3.000 francs par an et par foyer fiscal.

3) La loi de finances rectificative pour 1986 (n° 86-824 du 11 juillet 1986) a ensuite visé à rationaliser le dispositif des abattements pratiqués sur le revenu imposable au titre des produits de valeurs mobilières.

En effet, les abattements applicables aux revenus d'actions et d'obligations ont été fusionnés. Ainsi fut mieux assurée la neutralité du droit fiscal par rapport aux décisions de placement d'épargne en valeurs mobilières, réserve faite de l'existence de l'avoir fiscal et du prélèvement libératoire de 26 % sur le montant d'intérêts d'obligations. Le montant de l'abattement unique a été fixé à 5.000 francs pour un célibataire, veuf ou divorcé âgé de 65 ans au plus, à 8.000 francs pour une personne seule âgée de plus de 65 ans et à 10.000 francs pour un couple marié.

Ce nouveau dispositif, outre une simplification, a quasiment mis fin à la pénalisation critiquable que subissaient les couples mariés par rapport aux couples de concubins. La modification de cette fiscalité, par la suppression du compte d'épargne en actions et par le relèvement des abattements, fait l'objet de deux des articles du projet de loi (cf. IIIème partie).

Chapitre V

L'EVOLUTION DES CAISSES D'EPARGNE

Le projet de loi propose une réforme du champ d'activité des caisses d'épargne.

Pour pouvoir apprécier la portée de cette mesure (cf. ci-dessous, III^e partie), votre rapporteur décrira en premier lieu la formation progressive et l'organisation actuelle du réseau des caisses d'épargne (I), avant d'évoquer les difficultés présentes de ce réseau (II).

I - L'ORGANISATION DU RESEAU DES CAISSES D'ÉPARGNE ET DE PRÉVOYANCE

A. DES ORIGINES A LA LOI DU 1er JUILLET 1983

1) La formation du réseau

. La première caisse d'épargne fut créée en 1818 à Paris, par une initiative privée. L'objectif des fondateurs était d'encourager les personnes peu fortunées à se prémunir contre les aléas du destin, grâce à une épargne volontaire et individuelle, en faisant abstraction de tout dessein spéculatif.

. L'institution s'implanta ensuite dans le pays, de manière assez lente.

. La proposition de loi Benjamin Delessert, qui allait aboutir à la loi du 5 juin 1835 conférait aux caisses d'épargne une spécificité, qui marque encore profondément le réseau : les caisses d'épargne devenaient des établissements dont la création devait être autorisée par un règlement d'administration publique.

Ainsi apparaissait le caractère d'intérêt public qui s'attache aux caisses d'épargne et de prévoyance.

. En 1837, une autre loi décisive pour l'avenir prévoyait la centralisation des fonds collectés par la Caisse des dépôts et consignations.

. En 1881, intervient la création de la Caisse nationale d'épargne, destinée à accroître la densité du réseau. La Caisse nationale d'épargne s'appuyait en effet sur les guichets du service des postes, renforçant ainsi les possibilités de pénétration dans les campagnes. La gestion des fonds de la Caisse nationale

d'épargne était, elle aussi, confiée à la Caisse des dépôts et consignations.

Jusqu'en 1895, les emplois de la Caisse des dépôts effectués à l'aide des ressources collectées par les deux réseaux de caisses d'épargne consistaient en placements auprès du Trésor public, soit par l'achat de valeurs mobilières émises par l'Etat, soit par dépôt sur un compte ouvert dans les écritures du Trésor.

L'Etat se trouvait donc confronté au risque considérable d'avoir à faire face à des retraits massifs de fonds déposés par les épargnants dans les caisses.

Dès la fin du XIX^e siècle, le risque de transformation lié à l'activité des caisses d'épargne avait donc été perçu. Les fonds déposés sur les livrets des caisses d'épargne avaient en effet le caractère de dépôts à vue, retirables à tout moment.

Pour éviter que ce risque de transformation pèse uniquement sur l'Etat, la loi du 20 juillet 1895 prévoyait une diversification des emplois susceptibles d'être effectués par la Caisse des dépôts à l'aide des ressources liquides des caisses d'épargne.

La possibilité était en effet offerte à la Caisse des dépôts d'acquérir des obligations négociables représentatives d'emprunts communaux ou départementaux ou des obligations du Crédit Foncier de France.

Ainsi apparaissait la liaison entre la collecte d'épargne effectuée par les caisses d'épargne et de prévoyance et le crédit aux collectivités locales. Toutefois, les possibilités en cette matière restaient limitées, puisque la Caisse des dépôts n'avait pas la capacité de prêter directement aux collectivités locales, mais devait se cantonner à la souscription de valeurs mobilières émises par celles-ci ; de ce fait, seules les grandes collectivités locales apparaissaient concernées.

Quelques assouplissements furent, à ce propos, ultérieurement apportés. Ce n'est, toutefois, qu'après la seconde guerre mondiale que les besoins nés de la reconstruction et du développement de l'équipement local conduisirent les pouvoirs publics à prévoir une diversification des emplois effectués à l'aide des ressources des caisses d'épargne.

2) Diversification et émergence de l'autonomie

Les années qui ont suivi ont été caractérisées par deux évolutions: l'apparition d'une certaine autonomie des caisses par rapport à la Caisse des dépôts et consignations, la diversification et le développement des services offerts par les caisses.

a) L'émergence de l'autonomie

L'autonomie des caisses d'épargne est apparue avec une loi du 24 juin 1950, dite "loi Minjoz".

L'adoption de cette loi répondait à une ancienne revendication des caisses, désireuses de voir certaines brèches s'ouvrir dans le monopole dont disposait la Caisse des dépôts pour l'emploi des fonds collectés au titre des livrets A.

Aussi la loi Minjoz a-t-elle conféré aux caisses un droit de proposition en matière d'emplois pour une certaine fraction des ressources collectées au titre des livrets A.

Ce droit de proposition a été transformé en pouvoir de décision par un décret de 1971, devenu l'article 45 du Code des caisses d'épargne.

Le "contingent Minjoz" est, chaque année, égal à :

- un pourcentage qui ne peut être inférieur à 50 % des excédents de dépôts de l'année précédente sur le livret A ;
- un pourcentage, égal à 75 %, des remboursements de prêts effectués auparavant au titre de ce même contingent Minjoz.

Toutefois, cette autonomie des caisses d'épargne dans l'octroi des prêts Minjoz est tempérée par les deux éléments suivants :

- la gestion des prêts est effectuée par la Caisse des dépôts, et ceux-ci restent inscrits à l'actif de son bilan, de même que les ressources qui ont permis de les financer ;
- les prêts accordés aux communes de plus de 10.000 habitants sont inclus dans les enveloppes globales,

au même titre que les prêts directs de la Caisse des dépôts et les prêts de la C.A.E.C.L. ; de ce fait, une certaine prépondérance appartient, de fait, pour les prêts, aux services régionaux de la Caisse des dépôts et aux Comités régionaux des prêts.

La loi Minjoz constituait néanmoins un premier pas vers l'autonomie ; de plus, le décret de 1971 a prévu, au sein des contingents Minjoz, une fraction de 10 %, dont les caisses ont la totale maîtrise, en dehors des règles définies par la convention conclue avec la Caisse des dépôts, pourvu que les prêts accordés à ce titre concernent le financement d'investissements de collectivités locales ou d'organismes bénéficiant de leur garantie.

b) La diversification des produits et des services offerts à la clientèle

Cette diversification résulte, d'une part, de la création de nouveaux instruments de collecte et, d'autre part, de la mise à la disposition du public de nouveaux types de services, qui ont rapproché les caisses d'épargne des établissements de type bancaire.

. Les nouveaux produits d'épargne ont été, successivement :

- les livrets d'épargne-construction (1953), devenus, ultérieurement, les livrets et plans d'épargne-logement ;
- les livrets B, livrets d'épargne dont le taux de rémunération est identique à celui du livret A, mais qui sont dépourvus de plafond et dont les revenus sont soumis à l'impôt sur le revenu, soit par intégration dans le revenu imposable, soit par application d'un prélèvement libératoire dont le taux atteint 51 % en cas d'anonymat. Les livrets B ont été créés en 1966.
- les bons d'épargne, dits "bons GREP" (Groupements Régionaux d'Épargne et de Prévoyance), créés en 1970 qui sont des bons de caisse de type traditionnel,
- les Livrets d'Épargne Populaire (en juin 1982) et les Comptes pour le Développement Industriel (en juin 1983). Ces deux derniers produits, défiscalisés,

peuvent être gérés par les caisses d'épargne comme par les autres établissements financiers (banques notamment).

. Les nouveaux types de services

Jusqu'en janvier 1978, le réseau des caisses d'épargne n'offrait pas de moyens de paiement à ses clients. Ceux-ci avaient pour seule possibilité de retirer les fonds déposés sur leurs livrets aux guichets des caisses d'épargne.

A compter de cette date, les caisses ont eu la possibilité d'ouvrir des comptes à vue, assortis de chéquiers et de cartes de paiement.

Progressivement, les caisses d'épargne se sont ainsi rapprochées des établissements bancaires classiques.

Au début des années 80, le réseau des caisses d'épargne avait donc connu une première et importante mutation.

Toutefois, l'autonomie du réseau était encore très partielle ; la totalité des fonds était en effet centralisée par la caisse des dépôts et consignations, qui assurait la gestion des prêts y compris pour les prêts aux particuliers. Les caisses n'avaient d'autonomie, en matière d'emplois, que pour les prêts du contingent Minjoz, cette autonomie restant, d'ailleurs, limitée.

B. LA LOI DU 1er JUILLET 1983

. La loi du 1er juillet 1983 portant réforme des caisses d'épargne et de prévoyance, dont votre rapporteur avait eu l'honneur de rapporter au nom de votre Commission des Finances, a apporté des modifications essentielles à l'organisation traditionnelle du réseau des caisses d'épargne et de prévoyance.

Cette loi faisait suite à un rapport de 1981, intitulé "rapport pour un redéploiement du réseau Caisses d'épargne - Caisse des

dépôts et consignations". Ce rapport résultait des travaux d'un groupe d'études, animé par M. Ancian.

. L'analyse effectuée par le rapport Ancian peut être résumée de la manière suivante :

- si le réseau des caisses d'épargne apparaît comme un instrument souple, efficace et puissant de collecte et de stabilisation de l'épargne,
- ce réseau est désormais confronté à la concurrence d'autres établissements dans la collecte de l'épargne liquide, à l'heure où l'épargne sur livrets pourrait connaître une relative désaffection,
- et souffre d'une séparation trop rigide des fonctions de collecte (caisses d'épargne) et d'emplois (caisse des dépôts), ainsi que de l'absence d'un véritable "chef de réseau" et d'une relative inadaptation de l'organisation interne des caisses.

. Tirant les conséquences du rapport Ancian, la loi du 1er juillet 1983 (1), qui résulte d'une proposition de loi de M. Dominique Tadéi, député, substantiellement modifiée par le Sénat à l'initiative de votre Commission des Finances, a réformé profondément le réseau des caisses d'épargne.

(1) Le Sénat a, par trois fois, adopté à l'unanimité les conclusions du Rapporteur de la commission des finances sur cette proposition de loi.

1) Les nouvelles structures du réseau

L'organisation du réseau comprend, désormais, trois étages :

- **au niveau local, les caisses d'épargne et de prévoyance**, au nombre de 468 en 1983 et de 395 en 1986 ; ces caisses sont, selon l'article 1er de la loi, des établissements de crédit à but non lucratif ; elles sont administrées par un directoire ou un directeur général unique, contrôlé par un conseil d'orientation et de surveillance composés de représentants des élus locaux, des salariés de la caisse et des déposants ;
- **au niveau régional, les sociétés régionales de financement (SOREFI)**, au nombre de 22 ; les SOREFI sont des établissements de crédits ayant la forme de sociétés anonymes, dont le capital est détenu paritairement par les caisses de la région et la caisse des dépôts ;
- **au niveau national, le Centre National des Caisses d'épargne, le CENCEP** ; cet organisme est un groupement d'intérêt économique, dont le capital est détenu à raison de 50 % par les caisses, de 35 % par la Caisse des dépôts et de 15 % par les SOREFI.

2) Les relations des différentes instances et de la Caisse des dépôts

La loi du 1er juillet 1983 a profondément remodelé les relations entre les trois niveaux d'organisation et la Caisse des dépôts.

- **Le CENCEP assure la représentation des caisses, exerce le contrôle de leur gestion, gère un fonds de réserve et de garantie et assure le développement de services communs.**

- **Les SOREFI assurent la centralisation des fonds non affectés à la Caisse des dépôts et la gestion des prêts directement effectués par le réseau.**

- **Les caisses, enfin, conservent leurs fonctions traditionnelles de collecte de l'épargne et de services à la clientèle. Elles sont, en vertu de l'article 1er de la loi, désormais habilités à faire des opérations de banques (collecte des dépôts et octroi de crédits) au profit :**

- . des particuliers,
- . des entreprises individuelles,
- . des associations,
- . des collectivités publiques (collectivités locales, établissements publics).

L'apport probablement le plus fondamental de la loi du 1er juillet 1983 a donc été de conférer au réseau la capacité :

- de gérer directement certaines ressources,
- d'effectuer directement les emplois corrélatifs.

De ce fait, le réseau des caisses d'épargne a actuellement la maîtrise :

- de la totalité des **ressources** collectées au titre des livrets B, des livrets et plans d'épargne-logement, des bons des GREP et des dépôts sur les comptes à vue ;
- des **emplois effectués à l'aide de ces ressources, c'est-à-dire des prêts aux particuliers, aux collectivités locales et aux entrepreneurs individuels.**

De plus, le réseau dispose, pour financer ces emplois, de **24 % des fonds collectés sur les comptes pour le développement industriel** et de **15 % des fonds collectés sur les livrets d'épargne populaire.**

En outre, le réseau des caisses d'épargne émet depuis quelques années des emprunts sur le marché financier ("**emprunt Ecureuil**").

Ainsi, la Caisse des dépôts n'assure plus la centralisation que des fonds collectés au titre des livrets exonérés d'impôt et

bénéficiant de la garantie de l'Etat (100 % de la collecte sur les livrets A, 76 % de la collecte sur les CODEVI, 85 % de la collecte sur les LEP) et décide des emplois correspondants, sous réserve de la loi Minjoz.

II - LES DIFFICULTES DU RESEAU

La nouvelle organisation, née de la loi du 1er juillet 1983, s'est progressivement mise en place. Les conséquences en ont été tirées en 1984 par le transfert du bilan de la Caisse des dépôts vers celui des SOREFI de l'ensemble des ressources dont celles-ci avaient dorénavant la maîtrise, soit 101 milliards de francs à l'époque.

Mais dans le même temps naissait un mouvement de diminution de la collecte au titre des livrets A, qui constitue une source de difficultés certaine, tant pour l'ensemble caisses d'épargne-SOREFI que pour la caisse des dépôts elle-même.

A. L'EVOLUTION DES RESSOURCES DU RESEAU DES CAISSES D'EPARGNE

. L'ensemble des ressources collectées par le réseau des caisses d'épargne et de prévoyance a évolué de 1985 à 1986 de la façon suivante :

(en milliards de francs)

	Encours fin 1985	Encours fin 1986	Evolution
Livrets A	430	428	- 0,5 %
Livrets B	38	39,2	+ 3,15 %
Comptes à vue	14,9	19,1	+ 28 %
Livrets d'épargne- logement	13,6	14,7	+ 8 %
Plans d'épargne- logement	36,8	46,9	+ 27,4 %
Bons GREP	66,8	73,1	+ 9,4 %
LEP	19,7	21,7	+ 10,1 %
CODEVI	13,5	14,2	+ 5,2 %
Autres	1	2,2	-
Total	634,3	659,1	+ 3,9 %

Ces différentes évolutions appellent les observations suivantes :

- hormis les livrets A, les autres produits connaissent une évolution satisfaisante ; de manière générale, l'encours des dépôts s'accroît pour tous les produits non centralisés par la Caisse des dépôts bien que faiblement, il est vrai, pour les livrets B.

- les dépôts sur les comptes-chèques progressent de plus d'un quart ; cette forte augmentation démontre que ce service rendu par les caisses d'épargne répond à un besoin ;

- les dépôts sur les plans d'épargne-logement connaissent, comme dans les autres réseaux, une très forte progression (+ 27,4 %) ;

- les autres ressources du réseau s'accroissent de manière satisfaisante.

B. LES PROBLEMES POSES PAR LA COLLECTE AU TITRE DES LIVRETS A

. Les dépôts sur les livrets A constituent la principale ressource de l'ensemble Caisses d'épargne-Caisse des dépôts. De ce fait, la chute de la collecte, qui devenue négative en 1985, constitue un problème majeur pour le réseau.

. Certes, la décroissance de la part relative des caisses d'épargne dans la collecte de l'épargne liquide n'est pas un fait nouveau.

En 1965, en effet, l'ensemble constitué par les caisses d'épargne et de prévoyance (réseau de l'Ecureuil) et la caisse nationale d'épargne collectait 55 % de l'épargne liquide.

En 1962, cette part avait chuté à 32,8 % des flux annuels d'épargne liquide.

En 1978, elle était remontée à 42,4 %, pour atteindre près de 48 % du flux d'épargne liquide en 1981.

. Depuis lors, la collecte nette au titre du livret A, après n'avoir représenté qu'un milliard en 1984, a été négative à hauteur de 11,5 milliards en 1985 et 22,2 milliards de francs en 1986 (l'évolution de l'encours est restée positive en 1985 et n'a été négative qu'à hauteur de 2 milliards en 1986 car cette évolution inclut le montant des intérêts capitalisés).

Si la collecte du réseau des caisses d'épargne représente encore une partie du flux d'épargne liquide en 1986, ce point est exclusivement imputable à la progression des autres produits d'épargne du réseau.

Une évolution similaire peut être observée, pour le réseau de la caisse nationale d'épargne ; l'encours des livrets A qu'elle gère est resté stable, à hauteur de 249 milliards de francs, mais les retraits l'ont en réalité

emporté sur les dépôts à concurrence d'une dizaine de milliards de francs.

. Les causes de cette évolution paraissent être les suivantes :

- le taux d'épargne des ménages est en nette diminution, notamment le taux d'épargne financière ; or, les dépôts sur le livret A sont très fortement corrélés à l'évolution du taux d'épargne, les autres produits y étant moins sensibles.

- Le taux de rendement des valeurs mobilières apparaît aujourd'hui très supérieur à celui du livret A. Le taux de rendement réel du marché obligataire était, en 1986, d'environ 4 % après impôt et défalcation de la hausse des prix contre 2 % pour le livret A en dépit de la défiscalisation de celui-ci. Toutefois, il importe de noter qu'en 1982, le taux de rendement net des obligations était positif de près de 3 %, celui des livrets A négatif de plus de 5 %. Pourtant, la collecte au titre des livrets A s'était nettement accrue cette année-là.

- L'explication en termes de rendement est donc insuffisante. Des motifs d'ordre psychologique contribuent probablement également à la désaffection à l'égard des livrets A :

- . le livret A est un produit d'épargne non affecté à un emploi précis, tel que l'acquisition d'un logement ou la valorisation rapide des sommes épargnées ; or, ce type de produit d'épargne, n'ayant pas un objectif précis, intéresse probablement moins à l'heure où la baisse du revenu disponible et la réduction du taux d'inflation aidant, les ménages diminuent leurs encaisses liquides ;**
- . les valeurs mobilières apparaissent aujourd'hui, à tort ou à raison, comme aussi sûres et aussi susceptibles d'être rapidement liquidées qu'un compte sur livret ; de ce fait, le livret A perd une grande partie de son attrait.**

. Les conséquences de cette évolution affectent aussi bien le réseau des caisses d'épargne que la Caisse des dépôts et consignations.

- Les caisses d'épargne, certes, n'emploient pas directement les fonds collectés au titre des livrets A. Toutefois,

elles perçoivent des commissions calculées sur les encours de dépôts et de prêts Minjoz (0,75 %).

La diminution de l'encours des dépôts et, par construction, du volume de prêts Minjoz, limité dorénavant à 75 % du montant de l'amortissement des prêts antérieurs, réduit ainsi la commission des caisses d'épargne à due concurrence.

- La Caisse des dépôts, pour sa part, se voit dans l'obligation de limiter le montant de ses prêts, puisque ses ressources nouvelles sont désormais limitées à ses produits financiers et à l'amortissement des prêts antérieurs.

De ce fait, les prêts aux collectivités locales directement effectués par la Caisse des dépôts, qui s'élevaient à 11 milliards de francs en 1986, ne devraient pas dépasser 6 milliards de francs en 1987. L'autre grande catégorie de prêt directs de la Caisse, les prêts aux organismes de H.L.M. devraient rester stables en 1987 par rapport à 1986, aux alentours de 8,5 milliards de francs, auxquels il convient d'ajouter 2,3 milliards de francs de prêts de réhabilitation (PALULOS).

Ainsi, la réduction du volume des ressources au titre des livrets A se traduit par une réduction des prêts consentis sur ressources privilégiées par la Caisse des dépôts aux collectivités locales. La caisse semble, ainsi, devoir être de plus en plus axée sur les prêts au logement social.

Cette réduction des ressources au titre des livrets A se traduit, en outre, par une diminution des commissions perçues par le réseau des caisses d'épargne et de prévoyance.

C'est dans ce contexte qu'interviendrait une nouvelle étape dans la banalisation du réseau (cf. ci-dessous IIIème partie).

Chapitre VI

LE MARCHE A TERME D'INSTRUMENTS FINANCIERS

Le projet de loi modifie l'organisation du marché à terme d'instruments financiers et la fiscalité de ses opérations.

Votre Rapporteur présentera, à ce propos, dans un premier temps, quelques observations sur la nature et l'utilité des marchés à terme d'instruments financiers (I) pour décrire, dans un second temps, l'organisation du marché à terme d'instruments financiers de la place de Paris (II).

I - NATURE ET UTILITE DES MARCHES **A TERME D'INSTRUMENTS FINANCIERS.**

Un marché à terme est un marché sur lequel sont conclues des transactions dont les modalités (quantités achetées ou vendues et de prix sont fixées le jour de l'opération, mais dont le dénouement est reporté à une date ultérieure.

Il existe de nombreux types de marchés à terme : marché à terme de marchandises (ou bourses de commerce), marché à terme d'actions (dénommé, en France, marché à règlement mensuel), marché des changes à terme, marchés à terme d'instruments financiers, enfin.

Pour connaître la spécificité d'un marché à terme d'instruments financiers, il convient, en premier lieu, de caractériser ses fonctions (A), avant d'en déterminer la nature (B).

A - LES FONCTIONS D'UN MARCHÉ **A TERME D'INSTRUMENTS FINANCIERS.**

Comme tout marché à terme, un marché à terme d'instrument financier permet trois types d'opérations : opérations de couverture, opérations de spéculation, opérations d'arbitrage (1). Sa spécificité provient de ces fonctions face au risque qu'implique la variation de grandeurs de nature financière (2).

1. Les fonctions d'un marché à terme.

Le fondement de tout marché à terme est la notion de risque et, plus précisément, de risque de variation de cours qui permet aux marchés à terme d'être à la fois des instruments de couverture et des instruments de spéculation.

a) Les opérations de couverture.

Grâce aux marchés à terme, un opérateur peut se "couvrir" ("hedging") contre les variations de cours.

L'exemple d'un industriel opérant sur le cuivre peut être retenu :

- si cet industriel doit livrer du cuivre dans un délai de six mois, à un prix d'ores et déjà convenu, il peut, en achetant du cuivre sur un marché à terme, se couvrir contre une éventuelle augmentation du cours de ce métal dans les six mois à venir. L'achat sur le marché à terme se fera aux conditions de prix du moment mais le dénouement n'interviendra que six mois après. A cette date, l'industriel prendra livraison du cuivre et acquittera le prix convenu lors de la conclusion du contrat, même si les cours du cuivre ont, entretemps, augmenté ;

- si cet industriel possède un stock de cuivre qu'il ne pourra vendre que dans un délai de six mois, il a la possibilité, pour se couvrir contre une éventuelle baisse du cours du cuivre, de vendre à terme une quantité équivalente à celle qu'il possède. Au dénouement du contrat, l'industriel pourra fournir le cuivre qu'il détient sans subir de moins-value. Il pourra également, s'il le souhaite, conserver son stock, acheter du cuivre sur le marché au comptant et le fournir pour dénouer sa position à terme : si les cours ont baissé, il réalisera une plus-value lui permettant de compenser la dévalorisation de son stock.

La fonction de couverture est la fonction primordiale des marchés à terme. Ceux-ci permettent ainsi de se prémunir contre :

- les risques de change d'une devise contre une autre (exemple : un industriel doit exporter à terme de trois mois des marchandises payables en dollars ; il se couvrira contre

une éventuelle variation du taux de change dollar contre franc en vendant à terme la quantité de dollars qu'il recevra dans trois mois);

- les risques de variation de cours d'une matière première ;
- les risques de variation de taux d'intérêt ; la couverture contre ce type de risque relève des fonctions spécifiques d'un marché à terme d'instruments financiers.

b) Les opérations de spéculation.

Les marchés à terme permettent également de réaliser des opérations de spéculation.

Les spéculateurs, contrairement aux industriels qui réalisent des opérations de couverture, ne visent pas à compenser un risque encouru sur le marché au comptant par une prise de position à terme. Leur objectif est de réaliser un gain net, par une anticipation correcte de l'évolution des cours sur le marché. Ils n'ont donc pas pour ambition de prendre livraison ou de fournir l'objet des contrats qu'ils passent. Leurs positions sont systématiquement dénouées avant l'échéance des contrats.

Par exemple, un spéculateur qui anticipe une hausse du cours du cuivre achètera à terme une certaine quantité de métal puis cèdera celui-ci avant l'échéance du contrat, sans avoir pris livraison de la marchandise ni en avoir acquitté le prix, dès lors que les cours auront atteint le niveau qu'il anticipait.

Les marchés à terme permettent donc de réaliser des opérations de spéculation sans immobilisation importante de fonds.

La spéculation remplit, en outre, deux fonctions importantes :

- garantir une certaine liquidité au marché. Les opérations de spéculation permettent, en effet, dans une certaine mesure, d'assurer des contreparties aux opérations de couverture ;
- contribuer à la stabilisation des marchés.

Ces deux fonctions sont d'ailleurs liées. Si, par exemple, à un instant T, les achats à terme de trois mois sont supérieurs aux ventes à terme de trois mois, les cours monteront immédiatement

sur le marché. Si, dans le même temps, certains spéculateurs anticipent que ce surcroît d'achats par rapport aux ventes ne sera pas durable, ils se porteront contrepartie de l'excédent d'achat en vendant à terme ; ultérieurement, si leurs prévisions se réalisent, ils dénoueront leurs positions en achetant moins cher qu'ils n'ont vendu et réaliseront un bénéfice. Dans le même temps, ils auront contribué à la stabilisation des cours, d'une part, en se portant contrepartie au moment où les achats l'emportaient sur les ventes et, d'autre part, au moment du dénouement de leur contrat, en se portant acheteurs lorsque les cours se seront, éventuellement, retournés, pour solder leurs positions.

La spéculation peut permettre, ainsi, de contrer une évolution erratique et temporaire du marché. En revanche, elle est, naturellement, impuissante à enrayer une tendance durable, sauf à être perdante.

Il convient d'ailleurs d'observer que de nombreux débats théoriques ont eu lieu sur le rôle de la spéculation, notamment à propos du marché des changes. Ils semblent ne pas avoir permis de répondre de manière tranchée à la question : la spéculation est-elle, ou non, un élément de stabilisation des marchés ?

c) Les opérations d'arbitrage.

Le troisième type d'opérations réalisées sur un marché à terme ("trading" ou "spreading") est constitué par les opérations d'arbitrage.

L'arbitrage consiste à déceler des anomalies dans la structure des cours des différents actifs cotés sur un marché ou dans la structure des cours sur deux marchés différents (par exemple, le marché à terme et le marché au comptant).

L'arbitragiste réalise alors des opérations lui permettant de profiter de ces anomalies dont il espère qu'elles disparaîtront en raison de l'efficience du marché ; ce faisant, il contribue lui-même à cette efficience.

2) Les fonctions d'un marché à terme d'instruments financiers.

Un marché à terme d'instruments financiers permet la réalisation d'opérations de couverture, de spéculation et d'arbitrage portant sur la variation de cours d'actifs financiers.

Parmi les actifs financiers susceptibles de faire l'objet d'un marché à terme d'instruments financiers, les plus utilisés sont les titres de créance portant intérêt. Or, les cours de ces titres de créance sont susceptibles de varier, ce risque de variation fondant l'utilité du marché à terme.

Un titre de créance négociable est émis sur un marché dit primaire puis, ultérieurement, négociable (c'est-à-dire échangeable contre de la monnaie) sur un marché dit secondaire.

A l'émission, le titre est souscrit à certaines conditions: conditions de durée (par exemple, obligation à quinze ans...), conditions de prix (par exemple, nominal de chaque titre de 5 000 francs), conditions, enfin, de taux (par exemple, 8,50 % du montant nominal chaque année). L'émetteur (ou débiteur, ou emprunteur) s'engage auprès du souscripteur à assurer le versement des intérêts et le remboursement du montant nominal du capital, le souscripteur lui fournissant des fonds en numéraire.

Ultérieurement, le souscripteur du titre peut, s'il a lui-même besoin de numéraire, le céder à un autre agent économique; cette cession s'effectuera sur le marché secondaire, par exemple, à la bourse des valeurs.

Cette cession s'opèrera à un prix qui sera fonction de l'offre et de la demande.

Cette offre et cette demande découlent, elles-mêmes, de facteurs intrinsèquement liés aux évolutions sur le marché primaire: le marché secondaire et le marché primaire sont toujours, en principe, en équilibre et offrent la même rentabilité.

Dans ces conditions, si le taux d'intérêt servi aux titres nouvellement émis sur le marché primaire diminue, le cours des titres anciennement émis à un taux supérieur augmentera sur le marché secondaire; si le taux d'intérêt servi aux titres nouvellement émis sur le marché primaire augmente le cours des titres anciennement émis à un taux inférieur diminuera.

Si, en effet, les conditions du marché primaire conduisent à une augmentation des taux, les titres anciennement émis à taux inférieur ne pourront être cédés que moyennant une diminution de leur cours, cette diminution devant être d'un montant tel que la rentabilité réelle (le taux d'intérêt réel) soit identique sur le marché primaire et sur le marché secondaire. Toute distorsion amènerait en effet les acheteurs de titres à se détourner du marché secondaire pour se porter sur le marché primaire qui offrirait une meilleure rentabilité et réciproquement.

Exemple : - au 1er janvier de l'année N, les taux d'intérêt sur le marché primaire sont de 10 % ; un titre émis pour un montant nominal de 100 francs rapporte donc 10 francs ;

- au 1er janvier de l'année N + 1, les taux d'intérêt sur le marché primaire sont descendus à 5 % ; un titre émis pour un montant nominal de 100 francs rapporte donc 5 francs ;

- dans ces conditions, le titre émis à 10 % verra son cours passer de 100 francs à 200 francs sur le marché secondaire ; un cours de 200 francs assure en effet une rémunération réelle de 5 % (10 francs rapportés à 200 francs représentent 5 %).

Si, en revanche, le taux d'intérêt sur le marché primaire était monté à 20 %, le cours des titres émis à 10 % serait passé à 50 francs, pour un montant nominal de 100 francs (10 francs représentent en effet 20 % de 50 francs).

Les marchés primaire et secondaire sont donc toujours en équilibre. Le taux d'intérêt sur le marché primaire dépend du cours des titres sur le marché secondaire qui dépend lui-même du volume de la demande de titres contre monnaie et du volume de la demande de monnaie contre titres. Réciproquement, tout excès d'offre de titres sur le marché primaire par rapport au volume d'épargne susceptible de s'y investir ou tout excès d'offre d'épargne sur ce marché par rapport au volume de titres qui y est offert suscitent des fluctuations de taux d'intérêt qui se répercutent sur le marché secondaire.

De ce fait, tout détenteur de titres encourt un risque de variation de la valeur de ceux-ci, variation négative si le taux d'intérêt augmente sur le marché primaire. De même,

toute personne désireuse d'emprunter dans un avenir quelconque encourt le risque de voir s'accroître les taux d'intérêt, le niveau de ceux-ci devenant non compatible avec ses prévisions de financements.

Les marchés à terme d'instruments financiers sont destinés à permettre la couverture de ce type de risques.

B - NATURE DES MARCHES A TERME D'INSTRUMENTS FINANCIERS.

1. Les éléments fondamentaux d'un marché à terme d'instruments financiers.

a) L'objet des transactions.

Ainsi qu'il a été dit, ci-dessus, l'objet des transactions sur un marché à terme d'instruments financiers est constitué par un ou plusieurs titres de créance portant un taux d'intérêt fixe.

Ces titres de créance peuvent être des titres réels ou des titres notionnels. Un titre notionnel est un titre fictif, affecté d'un taux d'intérêt fictif (par exemple, montant de 500 000 francs de nominal portant intérêt à 10 %). Le recours à un titre fictif permet d'éviter tous les aléas qui peuvent affecter un titre réel (détachement du coupon, échéance d'amortissement, etc...) et, de ce fait, favorise la transparence et la simplicité du marché.

En cas de livraison effective des titres à l'échéance, le recours à un emprunt notionnel exige l'établissement de tables de concordance entre cet emprunt et un certain nombre d'emprunts réels, dénommés "emprunts du gisement".

b) La nature des transactions.

Les transactions consistent en l'engagement de prendre livraison (achat), ou en l'engagement de fournir (vente), à un

terme ultérieur et à un prix convenu au moment de la transaction, une certaine quantité de titres (réels ou notionnels).

Les techniques utilisées peuvent être celle du contrat ou celle de l'option.

Un contrat est une transaction bilatérale, par laquelle le vendeur prend l'engagement de fournir les titres à terme et à prix convenu, l'acquéreur prenant l'engagement de recevoir les titres au terme et moyennant le prix convenu.

Une option est une possibilité offerte à une partie, moyennant pour celle-ci versement d'une prime, d'acquérir un titre détenu par l'autre partie à terme et prix convenu d'avance. L'option est donc un engagement unilatéral d'une partie à l'égard d'une autre, cette dernière pouvant lever ou abandonner l'option.

c) La chambre de compensation.

Tout marché d'instruments financiers suppose l'existence d'une chambre de compensation. Celle-ci a pour rôle de faciliter les mouvements de titres et de fonds résultant des transactions.

La chambre de compensation comprend des adhérents (en règle générale, les établissements financiers de la place), qui assurent la négociation des contrats. Mais dès lors que l'ordre est exécuté, les deux parties cessent de traiter l'une avec l'autre pour n'avoir en face d'elles que la chambre de compensation, qui devient garante de la bonne fin de l'opération.

Pour faire face à cette obligation, la chambre de compensation dispose d'un dépôt de garantie, versé par l'acheteur comme par le vendeur et des appels de marge qu'elle pratique auprès de ceux-ci.

Exemple :

- la société X a un portefeuille d'obligations à taux fixe d'une valeur de un million de francs ; elle craint une hausse des taux qui déprécierait la valeur de ce portefeuille alors qu'elle va devoir le liquider dans trois mois pour réaliser un investissement dont le coût est égal à la valeur actuelle du portefeuille ;

- la société Y va bénéficier d'une rentrée de fonds de un million de francs dans trois mois, qu'elle souhaite investir en obligations à taux fixe ; elle craint une baisse des taux qui diminuerait le rendement qu'elle peut escompter ;

- la société X va demander à sa banque de vendre à terme des contrats pour un million de francs, la société Y va demander à la sienne d'acheter des contrats pour la même somme ;

- les deux banques vont alors négocier l'opération sur le marché, chacune des sociétés versant à la chambre de compensation un dépôt de garantie de 50 000 francs (5 % du montant de la transaction) ;

- trois mois après, le marché anticipe une augmentation des taux d'intérêt ; le cours des contrats va donc diminuer. Si le taux d'intérêt anticipé passe, par exemple, de 10 % à 11 %, le cours des contrats souscrits à 10 % va diminuer de 10 % (1 % de plus par rapport à un taux de 10 % représente une augmentation de 10 %) ;

- la société X, qui a vendu des contrats pour un million de francs sera donc créditée de 100 000 francs, alors que la société Y, qui a acheté des contrats pour le même montant devra faire face à un appel de marge de 100 000 francs ;

- la société Y décide alors de dénouer sa position ; elle vend les contrats qu'elle a achetés ; pour elle, l'opération se solde par une perte égale à 100 000 francs, financée à raison de 50 000 francs par le dépôt de garantie ; toutefois, la société Y ne sera, finalement, pas perdante, puisqu'elle gagnera en plaçant ses fonds à un taux d'intérêt supérieur à ce qu'elle a perdu sur le marché à terme ;

- la société X, estimant que le risque d'augmentation des taux est terminé, dénoue également sa position ; elle est créditée de 100 000 francs et récupère, en outre, son dépôt de garantie. Ce gain lui aura permis de compenser la perte qu'elle aura enregistrée sur son portefeuille d'obligations à taux fixe dont la valeur aura diminué en raison de la hausse des taux d'intérêt.

2) Le développement des marchés à terme d'instruments financiers.

. Depuis le début des années 1970, les grandeurs économiques sont devenues plus volatiles. Les taux d'intérêt, notamment, ont connu des fluctuations très importantes au cours des dernières années.

Les facteurs de cette volatilité sont les suivants :

- les déséquilibres commerciaux nés des chocs pétroliers ont conduit les pays déficitaires à des ajustements à la hausse de leurs taux d'intérêt, afin d'attirer des capitaux étrangers pour préserver le taux de change de leur monnaie ;
- ces mêmes déséquilibres ont suscité des excédents commerciaux impliquant l'accumulation d'avoirs libellés en devises étrangères pour les pays producteurs de pétrole. Ces "pétrodollars" ont constitué une masse de capitaux flottants, susceptible d'entraîner, en se portant sur telle ou telle place, des fluctuations de taux d'intérêt ;
- l'apparition de politiques de type monétariste a également provoqué des fluctuations erratiques des taux d'intérêt ; en effet, les Etats- Unis et la Grande-Bretagne ont souhaité, depuis la fin des années soixante-dix, contrôler étroitement le volume de leurs agrégats monétaires. Comme ces pays ne pratiquent pas de régulation à l'aide de moyens administratifs, tel l'encadrement du crédit, leurs objectifs quantitatifs n'ont pu être atteints qu'en agissant, parfois brutalement, sur le niveau des taux d'intérêt ;
- la disparition, en France, de l'encadrement du crédit implique également des risques de variations plus amples des taux d'intérêt.

. Ces facteurs ont amené, par réaction, le développement d'instruments de couverture contre le risque de variation des taux d'intérêt .

Ces instruments sont, principalement :

- les titres indexés sur le taux du marché ; ces titres connaissent en effet des variations de prix (ou de cours) moins importants (voire nulles) que les titres à taux fixe, puisque leur rentabilité se rapproche ou est égale à ce taux du marché ; l'ajustement de cette rentabilité n'a donc pas à s'effectuer par une variation du cours ;

- les marchés à terme d'instruments financiers qui permettent aux agents de prendre des positions contraires au risque qu'ils subissent, afin de l'annuler.

. Le premier marché à terme d'instruments financiers est apparu à Chicago, en 1972 ("International monetary market"). A partir de 1980, les marchés américains ont connu une très forte croissance.

En 1982 a été ouvert le "London international financial futures exchange" (LIFFE), puis une vingtaine d'autres marchés.

Fin 1985, la place de Paris était également dotée d'un marché à terme d'instruments financiers, le MATIF.

II - L'ORGANISATION DU MATIF

A) LES OPERATIONS TRAITEES SUR LE MATIF

Deux types d'opérations sont traités sur le MATIF de Paris.

- Des opérations portant sur un emprunt fictif, dit emprunt notionnel.

Cet emprunt théorique est d'un montant nominal de 2 000 francs, d'une durée de 7 à 10 ans, il serait remboursable en totalité à l'échéance et porte intérêt de 10 % du nominal. Autre caractéristique (théorique toujours), l'emprunt est censé ne porter intérêt qu'au moment du remboursement ; il n'y a donc pas de détachement du coupon.

Les transactions sont standardisées : elles portent toujours sur un montant de 250 titres, soit 500 000 francs.

Les échéances de ces transactions sont, au gré des intervenants, soit mensuelles (le dénouement intervient alors en fin de mois) soit trimestrielles (le dénouement intervient alors en fin de trimestre).

- Des opérations portant sur un bon du trésor fictif, à échéance plus courte, selon les mêmes principes.

Les risques sur titres longs et sur titres courts peuvent ainsi être couverts.

B) LES AUTORITES DU MARCHE

- Le marché est contrôlé par le **Conseil du Marché à terme**, qui comprend quatorze membres; le Conseil établit le règlement du marché et détermine les conditions que doivent remplir les adhérents de la **Chambre de compensation des instruments financiers de Paris (CCIFP)**.

- La **CCIFP** est un établissement de crédit, dont le capital est détenu par ses adhérents.

La **CCIFP** admet les adhérents, enregistre les opérations de ceux-ci et en garantit la bonne fin.

- Les adhérents sont des agents de change, des banques, des agents du marché interbancaire. Ils sont seuls habilités, dans l'état actuel du droit, à négocier sur le marché, c'est-à-dire à servir d'intermédiaires entre les ordres de vente et d'achat de la clientèle.

C) DEROULEMENT D'UNE OPERATION

- Un intervenant sur le **MATIF** (vendeur ou acheteur) doit, en premier lieu, verser à la **CCIFP** un dépôt de garantie (actuellement de 30 000 francs pour chaque transaction de 500 000 francs).

- Ensuite, il peut se porter acquéreur des contrats cotés ou vendeur, à terme fin de mois ou fin de trimestre. L'ordre est exécuté par un négociateur, puis enregistré par la **CCIFP**. Dorénavant, c'est avec celle-ci que les opérateurs sont réputés avoir contracté.

- Ultérieurement, la **CCIFP** crédite ou débite, chaque jour en fonction du cours du marché, le compte de l'opérateur.

Exemple :

- . la société X achète un contrat le jour J, à terme fin de mois.
- . le jour J + 1, le cours de l'emprunt notionnel a augmenté ; la société X a donc réalisé un gain (en effet, au terme fin de mois, la société X devra recevoir, au cours du jour J + 1, un montant de titre supérieur à celui qu'elle a acquis le jour où elle a contracté, pour un même montant de numéraire) ; elle est créditée du montant de ce gain.
- . le jour J + 10 est celui de l'échéance ; la position de la société X a fluctué, mais elle est toujours créditrice nette.

La société X a deux possibilités pour dénouer sa position :

- . vendre des contrats pour un même nombre que celui qu'elle s'est engagée à acheter : elle enregistre alors un gain, puisque le cours a augmenté : elle vendra plus cher les contrats qu'elle ne les a achetés.
- . prendre livraison de titres réels ("emprunts du gisement") ; elle recevra alors une valeur en titres supérieure au paiement qu'elle devra effectuer en numéraire.

Lorsque l'opération, au lieu d'être gagnante, est perdante, la société doit répondre à des appels de marge, correspondant au montant de la perte, qui sont effectués par la CCIFP. Si, lors du dénouement, l'opérateur est toujours en perte, ses appels de marge sont définitivement perdus.

D) L'EVOLUTION DU MATIF

Le MATIF a connu, en un an d'existence, un remarquable succès.

- Le contrat sur emprunt notionnel a suscité un volume de transactions en hausse continue, la moyenne journalière dépassant désormais, à la fin de 1986, celle du marché de Londres, mais restant inférieure à celle de Tokyo ou surtout de Chicago.

En 1986, 1,6 million de transactions ont été conclues, contre 2,6 millions à Londres, 8 millions à Tokyo et 52 millions à Chicago.

- Le "chiffre d'affaires" du marché (volume de transactions) s'est élevé, sur les dix premiers mois de l'année 1986, à 1 080 milliards de francs, dont 250 milliards sur le contrat "bon du trésor" et 830 milliards sur l'emprunt notionnel.

Le volume du MATIF dépasse ainsi celui du marché obligataire au comptant et peut donc impliquer un rôle directeur dans la formation des taux d'intérêt sur le marché obligataire.

- Les cours de l'emprunt notionnel et du bon du trésor ont connu une hausse régulière ; ceci signifie que le marché anticipe, également de manière régulière (hormis une courte période en mai 1986), une diminution des taux d'intérêt, contre laquelle les opérateurs se prémunissent en achetant des contrats.

TROISIEME PARTIE

LES APPORTS DU PROJET DE LOI

I. LE PROJET DE LOI INITIAL

A. LE PLAN D'ÉPARGNE EN VUE DE LA RETRAITE

1. Présentation générale

a) Objectifs

Le Plan d'épargne en vue de la retraite (P.E.R.) tend à concilier trois objectifs :

- assurer un financement stable de l'économie française en développant l'épargne longue des ménages. Dans cette optique, le projet s'appuie sur l'attrait récent des Français pour le marché financier et pourrait constituer un relais pour les comptes d'épargne en actions dont la disparition est prévue à compter du 1er janvier 1988 ;

- encourager les personnes actives à améliorer de manière individuelle et volontaire, le montant de leurs ressources au moment de leur retraite. Le P.E.R. s'analyse alors comme un instrument financier permettant de favoriser la constitution d'une épargne longue venant en complément des retraites existantes ;

- inciter les Français à poursuivre une activité professionnelle après 60 ans, en rendant le plan plus attractif s'il est conservé jusqu'à 65 ans.

Le développement d'une épargne individuelle longue apparaît donc comme le moyen choisi pour atteindre ces trois objectifs. Toutefois, ceux-ci s'appuient sur des motivations différentes de la part des épargnants (épargne financière/retraite/épargne financière et retraite). Pour les regrouper dans le cadre d'un produit unique, il a paru

indispensable de prévoir des modalités d'accès ou de sortie relativement souples, permettant à chacun d'intervenir en fonction de ses propres préoccupations.

b) Caractéristiques techniques

. Le P.E.R. se présente sous la forme d'un compte pouvant être proposé à l'épargnant par les banques, les assurances ou tout autre intermédiaire financier.

. Tout contribuable peut ouvrir un ou plusieurs P.E.R. Toutefois, dans le projet gouvernemental, le montant total des dépôts effectués au cours d'une même année est limité à 6.000 F pour un célibataire et 12.000 F pour un couple marié.

. Les versements doivent être employés en valeurs mobilières cotées, en titres négociables ou en produits d'assurance-vie. Le titulaire peut gérer lui-même les sommes qu'il épargne, ou en confier la gestion au mandataire de son choix.

. Les produits et plus-values de ces placements sont capitalisés dans le cadre du P.E.R.

. L'épargne ainsi accumulée demeure disponible. Elle peut être retirée à tout moment sous quelque forme que ce soit (capital ou rente).

c) Le régime fiscal

Il est défini par analogie avec les régimes de retraite par répartition. Ainsi :

- les versements annuels sont déductibles du revenu imposable de l'épargnant (parallélisme avec les cotisations d'assurance-vieillesse),

- les produits et plus-values capitalisés dans le cadre du P.E.R. ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu,

- les retraits, quelle que soit leur forme, sont imposés comme des pensions de retraite, c'est-à-dire après abattement de 10 % et 20 % (1). Un amendement gouvernemental déposé à l'Assemblée nationale avant l'ouverture du débat a toutefois créé

(1) Article 158-5-a du C.G.I.

une taxation forfaitaire sur option à 36,33 et 30 % selon que le détenteur est âgé de moins de 63 ans, de moins de 65 ans ou de plus de 65 ans, des conditions de durée et de détention s'ajoutant aux conditions d'âge.

Cette articulation générale se trouve complétée sur deux points afin d'inciter le titulaire d'une part, à stabiliser son épargne et d'autre part, à liquider sa retraite après 65 ans. En conséquence :

- les retraits effectués par un titulaire âgé de moins de 60 ans supportent une pénalité. Celle-ci est égale à 10 % des sommes prélevées lorsque le retrait a lieu moins de 10 ans après l'ouverture du compte et à 5 % dans le cas contraire.

- En revanche, lorsque les retraits n'interviennent qu'après l'âge de 65 ans, les sommes prélevées ou la rente versée se trouvent majorées, sous certaines conditions, d'un crédit d'impôt égal à 10 % de leur montant. Ce crédit d'impôt est ramené à 5 % lorsque les retraits sont réalisés à partir de 63 ans et que l'épargnant prend sa retraite à cet âge.

Le régime fiscal des retraits peut se résumer comme suit :

Durée du plan	âge < 60	60 < âge < 63	63 < âge < 65	> 65 âge
10 ans	IR + 10 %			
10 ans	IR + 5 %			
5 ans		IR	IR	IR
5 ans		IR	IR/Crédit impôt de 5 %	IR/Crédit impôt de 10 %

(1) Tableau préparé par la Direction de la Prévision-Ministère de l'Economie, des Finances et de la Privatisation.

2. Appréciation sur le P.E.R.

a) Le P.E.R. n'a pas pour objet la création d'un système de retraite complémentaire par capitalisation

Dans l'opinion publique il a pu exister à un moment une confusion sur ce point en raison des débats sur le mode de financement des retraites, contrairement à ce qui a pu être dit avant la publication du projet gouvernemental . Le P.E.R. vise à faciliter l'accumulation d'une épargne disponible au moment de la retraite mais non à créer un mécanisme généralisé de retraite complémentaire. Cet argument, a conduit le Gouvernement à modifier la terminologie du P.E.R. qui ne s'appelle plus, plan épargne-retraite, mais plan épargne en vue de la retraite.

L'incitation fiscale créée pour encourager l'ouverture de P.E.R. ne concerne par définition que les ménages imposés à l'I.R.P.P. **Sont exclus de fait les 11 millions de foyers qui ne paient pas cet impôt.** Le sont également ceux qui ont des revenus trop faibles pour être attirés par l'intérêt d'une déduction du revenu. Cette observation montre bien que le P.E.R. ne vise pas la retraite. Il s'agit d'un "produit d'épargne" et non d'un produit de "retraite".

b) Les avantages du P.E.R.

C'est un système souple

Il n'existe pas de versement minimum annuel, ni d'obligation de verser chaque année. Seul un plafond a été fixé.

Le retrait des fonds déposés est possible à tout moment, au prix certes d'une pénalisation.

C'est un système très général

Les titres cotés peuvent être acquis dans le cadre du P.E.R. Les produits d'assurance vie visant à la constitution d'une rente peuvent également l'être. Un décret précisera la proportion de valeurs étrangères admises.

Au sein du P.E.R. tous les mouvements sont possibles et il n'existe aucune obligation de conserver tel ou tel titre.

c) L'avantage fiscal est-il attractif?

- La déduction fiscale est d'autant plus importante que le titulaire est imposé à un taux marginal élevé au moment de la constitution du plan et à un taux marginal faible au moment du retrait des fonds. Le taux marginal d'imposition est propre à chaque individu. Il est donc très difficile de savoir si le P.E.R. sera intéressant pour un grand nombre de titulaires.

En principe, les revenus d'activité sont plus élevés que ceux de la retraite et le P.E.R. devrait de ce fait être attractif. Mais les charges de famille diminuent avec l'âge entraînant une élévation du taux marginal d'imposition.

- Les simulations effectuées montrent toutes que le P.E.R. pourra avoir un résultat positif. La constitution d'une épargne au moyen du P.E.R. serait plus avantageuse que celle accumulée en dehors du P.E.R.

Mais ces simulations reposent sur des hypothèses dans lesquelles :

- le taux marginal d'imposition ne s'accroît pas dans la période de retrait par rapport à celui de la période de constitution,

- la plus-value sur les titres reste très modérée car les exemples ont été faits sur la base de placements à taux fixes. En cas de forte croissance des marchés financiers, le fait que la plus-value soit taxée à l'I.R.P.P. et non au taux de 15 % comme c'est le cas actuellement (1) risque de handicaper le P.E.R.

- l'économie d'impôt procurée par l'investissement dans le P.E.R. doit elle-même être remployée pour donner son plein rendement au système. Or, elle risque d'être consommée.

- toutes les simulations reposent sur l'hypothèse d'un rendement réel positif des placements effectués; que se passera-t-il si l'inflation vient rendre certains placements négatifs?

(1) au-delà de 272.000 F de cessions annuelles.

- Le P.E.R. est d'autant plus intéressant que son titulaire dispose d'un revenu élevé et d'un patrimoine important. Les revenus d'obligations sont exonérés à hauteur de 10.000 F pour un couple, montant qu'il est prévu de porter à 16.000 F dans le projet de loi. Le détenteur d'un portefeuille d'obligations permettant d'atteindre ces limites a tout intérêt à acquérir de nouveaux titres au travers d'un P.E.R. alors que celui qui ne les atteint pas doit anticiper l'évolution probable de sa situation fiscale.

- Le P.E.R. est d'autant plus attraitif que le titulaire a une situation familiale stable et bénéficie donc d'un taux marginal d'imposition stable.

Ainsi, un père de famille dont les enfants ne sont plus à charge devrait se déterminer plus facilement pour le P.E.R., sa situation fiscale ne devant guère se modifier.

A ces facteurs s'en ajoutent deux autres qui devraient inciter les souscripteurs à n'entrer que tard dans le P.E.R.

- l'avantage fiscal est dégressif avec la durée du plan.

Ceci s'explique par le fait que le capital placé donne droit au souscripteur à une réduction d'impôt au moment où il entre dans le P.E.R. Cette réduction est acquise une fois pour toutes. Ce capital va produire des revenus qui seront en principe croissants avec la durée du placement. Capital et intérêts sont taxés à la sortie du plan à l'I.R.P.P. L'avantage fiscal initial est plus élevé s'il est rapporté à un montant taxé à la sortie d'un niveau faible.

Plus le plan dure, plus l'avantage initial est dilué. Moins il dure, plus il est important.

- l'avantage fiscal global est d'autant plus significatif que le souscripteur a ouvert son plan à un âge proche de 60 ans.

En effet, le plan ouvert avant 60 ans et clôturé après 65 ans donne à son titulaire le bonus de 10 % alors que la durée de détention sera à peine supérieure à 5 ans.

De fait, le crédit d'impôt est d'autant plus long à obtenir que l'on entre dans le P.E.R. avant 60 ans. Ainsi, celui qui ouvrirait un P.E.R. à 40 ans devrait attendre 25 ans pour en bénéficier. Cette attente est cependant compensée par le fait que le crédit d'impôt s'appliquera à un montant épargné plus important.

Ce dispositif sur le crédit d'impôt, ajouté à la dégressivité de l'avantage fiscal avec le temps, donne à la déduction fiscale l'effet maximum lorsque le plan est ouvert à un âge proche de 60 ans.

d) Les insuffisances du P.E.R.

Le montant maximum paraît relativement bas.

Un P.E.R. même ouvert pendant très longtemps sera insuffisant pour constituer un appoint significatif à une retraite.

A cet égard, l'exemple avancé dans la note de présentation du ministère des Finances est assez révélateur : un couple versant 12.000 F par an pendant 20 ans pourra obtenir, à 60 ans, une rente viagère de 1.500 F par mois (valeur 1986) en abandonnant le capital cumulé (soit 294.000 F valeur 1986) et sous réserve que la rentabilité des placements ait été supérieure de 2 points à l'inflation durant l'ensemble de la période.

La fiscalité pesant sur les retraits est rigoureuse.

Il est simplement précisé que s'appliquera la fiscalité des retraites mais celle-ci peut évoluer. N'est-il pas difficile de recommander à des épargnants de s'engager sur une longue période sans qu'ils ne connaissent les conditions de "sortie" du plan ?

Le prélèvement libératoire qui permet à chacun d'évaluer sa charge fiscale future maximum, a été fixé à un niveau qui paraît élevé : il correspond à un taux marginal d'imposition qui est respectivement de 50, 46 et 43 % selon l'âge de sortie.

Le P.E.R. encourage un investissement risqué

N'est-il pas dangereux d'encourager de nombreux contribuables à se porter sur le marché des valeurs mobilières dont les retournements peuvent être subits et profonds ? Et cela sur une période que l'on souhaite la plus longue possible à un

moment où les marchés boursiers atteignent des records historiques ?

Les titulaires de revenus moyens attirés par l'avantage fiscal vont-ils se porter sur un marché à risque ?

Ne devrait-on pas accroître l'avantage fiscal avec la durée d'indisponibilité des fonds ? Ne devrait-on pas atténuer les conditions de taxation à la sortie, au moins après la retraite ?

Le système est complexe

Le jeu des différentes limites qui ont été posées pour les pénalisations et les bonifications est très compliqué.

Il y a trois limites d'âge différentes, auxquelles s'ajoutent le critère de la durée de détention et celui du retrait.

Ne faudrait-il pas poser deux limites seulement, 60 ans et 65 ans; le retrait après la première entraînant un crédit d'impôt de 5 %, le retrait après la seconde, un crédit d'impôt de 10 %.

B. LE RACHAT D'ENTREPRISE PAR SES SALARIES

1. Les principales dispositions

Le texte proposé par le Gouvernement doit permettre de supprimer les contraintes entravant la volonté des salariés désireux de s'associer pour racheter une entreprise. Il a pour objet de simplifier la mise en place des opérations.

A cette fin, l'article 16 du projet de loi modifie le régime actuel sur les points suivants :

- tous les salariés de l'entreprise à la date du rachat pourraient participer à l'opération de reprise. La limitation aux seuls salariés ayant plus d'un an d'ancienneté disparaît;

- le montant des intérêts d'emprunts déductibles du revenu imposable des repreneurs salariés est relevé de 100.000 F à

150.000 F dans la limite du montant brut du salaire versé à l'emprunteur par l'entreprise;

- le crédit d'impôt remboursable est ramené du taux de 100 % à celui de l'impôt sur les sociétés;

- les actions détenues par les salariés peuvent bénéficier d'un droit de vote double;

- la procédure de l'agrément est supprimé;

- la déductibilité des intérêts des emprunts contractés par les salariés est désormais pratiquée de façon automatique;

- la société holding peut bénéficier d'un crédit d'impôt, après accord du ministre chargé de l'Economie et des finances.

2. Les assouplissements apportés par le texte proposé

- En application de la loi de 1984, il avait été décidé qu'un salarié ayant moins d'une année d'ancienneté ne pouvait participer à la reprise de l'entreprise. Dorénavant ceux qui ne travaillent pas dans l'entreprise pourront s'associer avec les salariés à la seule condition d'être eux-mêmes salariés au jour du rachat. Cette alliance entre des repreneurs externes et des repreneurs issus de la direction de l'entreprise est nécessaire car les capitaux à recueillir sont très élevés.

Une telle combinaison doit être favorisée car, dans de nombreux cas, l'appel à une personne extérieure est la seule solution pour assurer la continuité d'une petite entreprise.

- Pour pouvoir déduire de leurs revenus les intérêts d'emprunts contractés afin de souscrire au capital de la holding, les salariés n'ont plus besoin d'un agrément préalable.

- Pour bénéficier du crédit d'impôt, l'agrément est supprimé et remplacé par une déclaration préalable. Cette procédure, bien que plus souple que l'agrément, empêche les candidats à la reprise de s'assurer, à la seule lecture du texte de loi, qu'ils remplissent les conditions demandées pour le crédit d'impôt. Cette déclaration préalable apparaît peu différente de l'agrément et beaucoup ont considéré qu'elle devait être purement et simplement supprimée.

3. Les petites entreprises sont exclues

Le texte du projet de loi exclut du bénéfice du rachat les petites entreprises dont l'effectif salarié est inférieur à 20 salariés. Il ne prévoit rien pour les entreprises de service ou ayant une activité libérale.

La limitation à un effectif supérieur à 20 salariés paraît regrettable. Elle n'existait pas dans le texte de 1984 et de fait, 37 entreprises ayant cet effectif ont bénéficié d'un agrément représentant 20 % des dossiers. Dans les sociétés détenues par une famille, la reprise par les salariés constitue une solution très intéressante, parfois la seule possible. La limitation aux seules entreprises industrielles et commerciales n'a pas de fondement logique.

4. Les règles de majorité

La loi du 9 juillet 1984 fixait des conditions restrictives en imposant que 50 % des droits de vote de la société holding soient détenus par les salariés.

Or, chaque projet de reprise d'entreprise représente un cas particulier auquel doit être apporté une solution spécifique. Le montage financier de la reprise, phase la plus importante de l'opération, doit d'abord être conçu en fonction des contraintes économiques propres à assurer le succès de la reprise sur le plan économique et social. Mais l'alliance entre les financiers et les salariés doit être harmonieuse. Les uns apportent leur connaissance d'un marché et d'une entreprise, les autres des moyens financiers. Il n'est pas indispensable que les salariés aient 51 % de la holding. La minorité de blocage, 33 %, suffit largement dans nombre de cas. Les financiers ne cherchent pas à avoir la direction effective de la société; bien au contraire. Ils misent sur une équipe de cadre et de salariés. Leur objectif est purement financier. Ils veulent laisser les rênes à d'autres. Avec 33 %, et même avec moins, les salariés peuvent être les maîtres effectifs de la gestion.

5. Le droit de vote double attaché à certaines actions émises au profit des salariés

Cette mesure pourrait permettre aux salariés de racheter des entreprises importantes en multipliant l'effet de levier financier tout en limitant leur endettement.

Mais sa mise en oeuvre suppose que les partenaires financiers acceptent de payer leurs propres droits de vote à un prix deux fois plus élevés que les salariés. Le marché admettra-t-il une telle pratique ? Cela n'est pas sûr.

o

o o

En résumé, le projet de loi apporte des progrès sensibles par :

- l'élargissement à des repreneurs extérieurs;
- le relèvement de 100.000 à 150.000 F des intérêts des emprunts déductibles du revenu imposable des salariés.

Par ailleurs, la réduction du crédit d'impôt de 100 à 45 % devrait être bien acceptée si elle s'accompagne de la suppression des contraintes administratives.

Mais des améliorations pourraient être apportées :

- l'excusion des entreprises de moins de 20 salariés devrait être supprimée;
- la déclaration préalable qui remplace l'agrément pourrait aussi être supprimée;
- une nouvelle définition des règles de majorité paraît nécessaire.

C. LES OPTIONS D'ACHAT OU DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS

En ce domaine, les mesures proposées par le Gouvernement apparaissent comme des améliorations ponctuelles d'inégale importance. Elles s'inscrivent dans le prolongement direct de la vaste réforme des mécanismes de participation engagée en octobre 1986 et tendent à supprimer ou assouplir les contraintes qui, aujourd'hui encore, limitent l'attrait des salariés et des entreprises pour le régime des options.

Ainsi, il est envisagé :

- de porter de 10 % à 20 % la réduction maximale que les entreprises peuvent accorder sur le prix réel de leurs actions. Les sociétés pourront alors proposer des titres à des conditions aussi avantageuses que celles retenues dans le cadre du Plan d'Epargne d'Entreprise ;

- d'harmoniser le champ d'application des deux dispositifs de base (achat ou souscription). Dans cette optique, toutes les sociétés par actions ou en commandite simple seront désormais autorisées à offrir des options d'achat à leurs salariés. Une telle mesure permettra aux entreprises moyennes de mettre en oeuvre un plan d'option sur actions sans être obligées de procéder à une augmentation de capital. Il est toutefois nécessaire de modifier la législation fixant les conditions dans lesquelles une société peut acheter -et détenir- ses propres actions ;

- d'autoriser les mandataires sociaux à bénéficier des options de souscription d'actions ;

- de supprimer toutes les limitations individuelles tant légales que contractuelles opposables aux salariés et les remplacer par une disposition générale interdisant d'accorder des options aux membres du personnel détenant déjà plus de 10 % du capital de l'entreprise ;

de permettre à l'Assemblée générale extraordinaire d'allonger la période durant laquelle les salariés peuvent lever leurs options. En effet, jusqu'à présent, l'option était valable pendant cinq ans, ce qui ne permettait pas toujours aux bénéficiaires d'acquérir les titres dans les meilleures conditions.

L'aspect très positif de toutes ces modifications doit être souligné. Fortement assoupli, étendu à l'équipe dirigeante et rendu beaucoup plus attractif, le régime des options est désormais susceptible de connaître un fort développement parmi les entreprises de taille moyenne. Or celles-ci constituent l'élément moteur de notre économie à la recherche d'une meilleure compétitivité.

D. LA NOUVELLE FISCALITE DE L'EPARGNE

Le nouveau dispositif mis en place par le projet de loi sur l'épargne présente deux caractéristiques principales :

- la non-reconduction du compte d'épargne en actions ;
- la forte augmentation du montant des abattements sur les revenus d'actions et d'obligations.

1) Le mécanisme du CEA s'est avéré très complexe. Pour bénéficier de l'avantage fiscal institué, l'épargne constituée dans l'année sous forme d'actions de sociétés françaises doit rester bloquée pendant cinq ans, sauf à rembourser l'avantage fiscal.

Un tel système oblige à établir des relevés trimestriels afin d'éviter des aller-retour sur les investissements. La complexité du système a donc prévalu sur la simplicité nécessaire au succès d'une politique d'encouragement de la petite épargne en valeurs mobilières.

La suppression du C.E.A. permettra la réalisation d'une économie budgétaire de 1,7 milliard de francs, ce qui permettra, pour partie, de compenser les moins-values fiscales

résultant de l'augmentation des abattements et de la mise en place du dispositif du plan d'épargne en vue de la retraite.

Toutefois, on peut se demander si l'une et l'autre de ces deux dispositions ont la même finalité que le compte d'épargne en actions.

En effet, le Plan d'Epargne en vue de la retraite (cf. supra chapitre III) est un mécanisme qui tend surtout à stabiliser l'épargne investie en valeurs mobilières, plutôt qu'à créer une épargne nouvelle; en outre, il n'est réellement avantageux que pour une catégorie de la population et, surtout, ne vise pas spécifiquement les achats d'actions.

Par ailleurs, le relèvement de l'abattement avantagera surtout les titulaires de portefeuilles obligataires.

On peut ainsi se demander si le nouveau dispositif n'est pas susceptible de se révéler lacunaire sur un point: l'incitation à l'achat d'actions par les personnes à revenus moyens, dont l'âge n'est pas assez élevé pour rendre attractive l'ouverture d'un plan d'épargne en vue de la retraite.

2) En ce qui concerne les abattements applicables aux revenus de valeurs mobilières, on constate que la législation actuelle, telle qu'elle résulte de la loi de finances rectificative de juillet 1986, conduit à des exonérations déjà importantes. Le projet de loi accroîtrait ces avantages.

- Actuellement, en prenant le cas d'un couple, les combinaisons suivantes sont possibles:
 - . choix d'un portefeuille obligataire; les intérêts étant exonérés jusqu'à concurrence de 10.000 francs, le montant du portefeuille exonéré sera d'environ 130.000 francs, avec un taux d'intérêt de 8 % (hypothèse fondée sur le taux du marché actuel);
 - . choix d'un portefeuille d'actions; les dividendes sont également exonérés jusqu'à concurrence de 10.000 francs. Toutefois, d'autres facteurs doivent être pris en compte:
 - * l'avoir fiscal,
 - * l'incidence du taux marginal d'imposition.

L'avoir fiscal constitue en effet une créance du contribuable sur le Trésor ; il est égal à 50 % du dividende perçu. De ce fait, avec un abattement de 10.000 francs et, par exemple, un taux marginal d'imposition de 50 %, le montant réel des dividendes non soumis à l'impôt sera, en raisonnant avoir fiscal inclus, de 23.334 francs. En effet, sur cette somme totale :

- . 10.000 francs sont exonérés,
- . 13.334 sont soumis à l'impôt sur le revenu, dont 6.667 francs d'avoir fiscal,
- . le taux marginal d'imposition étant de 50 %, l'impôt serait donc égal à : $13.334/2 = 6.667$ francs, mais sera en réalité nul, car acquitté par imputation de l'avoir fiscal.

Ainsi, aujourd'hui, les dividendes sont exonérés d'impôt jusqu'à concurrence de 23.334 francs, avoir fiscal inclus, pour un taux marginal de 50 %. Le dividende net que percevra effectivement le porteur d'actions sera de 16.667 francs.

Avec un taux marginal d'imposition supérieur à 50 %, le montant exonéré décroît ; il est plus important avec un taux marginal inférieur.

- Le projet de loi prévoit de relever à 8.000 francs pour un célibataire et 16.000 francs pour un couple le seuil d'exonération.

Dans ces conditions, le système actuel peut paraître plus favorable aux détenteurs d'actions qu'aux détenteurs d'obligations et tout relèvement du seuil accroîtrait ce fait.

Toutefois, il faut également se souvenir que le taux de rendement des actions, avoir fiscal inclus, ne dépasse pas 5 % en France aujourd'hui.

Donc, la maximisation de l'avantage fiscal s'opère avec un portefeuille d'obligations d'environ 130.000 francs et un portefeuille d'actions d'environ 470.000 francs (à taux marginal d'imposition de 50 %).

Relever le seuil peut également, dans ces conditions, sembler plus favorable aux obligataires.

Le seuil d'exonération évoluerait comme suit, pour les dividendes (avoir fiscal inclus) :

Seuil d'exonération des dividendes

Taux marginal d'imposition (%)	Seuil actuel (francs)	Seuil avec le dispositif proposé (francs)
35	143 333	229 333
40	43 333	69 333
45	29 047	46 876
50	23 334	37 333
55	20 256	32 410
58	19 009	30 414

Ainsi, des portefeuilles importants pourront être exonérés (environ 192.000 francs d'obligations avec un taux d'intérêt de 8% et 746.000 francs d'actions avec un produit moyen de 5%, avoir fiscal inclus, et un taux marginal d'imposition de 50 %).

3) Si l'on peut s'interroger sur ce relèvement d'abattement important, il n'en reste pas moins que c'est le seul moyen de parfaire la "conjugalisation" déjà engagée par la loi de finances rectificative pour 1986 (n° 86-824 du 11 juillet 1986).

En effet, alors que deux concubins âgés de plus de 65 ans bénéficient actuellement d'un abattement de 16 000 francs (deux fois 8 000 francs), un couple âgé de plus de 65 ans ne bénéficie que d'un abattement de 10 000 francs, un couple de concubins âgés de moins de 65 ans bénéficiant quant à lui d'un abattement de 10 000 francs. Afin de faire cesser ces distorsions, le projet de loi n° 443 relève donc les abattements à 8 000 francs pour une personne seule, quel que soit son âge, et 16 000 pour un couple.

D'autre part, la notion de couple se trouve précisée par l'article 17 du projet de loi. Ne bénéficieront dorénavant de l'abattement applicable aux couples que les contribuables mariés soumis à imposition commune. Ceci exclut donc les contribuables

séparés de biens et ne vivant pas sous le même toit, ou en instance de séparation de corps ou de divorce, autorisés à avoir des résidences séparées, ou enfin disposant de revenus distincts, en cas d'abandon du domicile conjugal.

Toute mesure favorisant les concubins est supprimée et ceux-ci sont régis par les mêmes dispositions quel que soit leur âge. La conjugalisation atteint donc son point d'achèvement, par délimitation plus précise du champ d'application des abattements pratiqués. Votre Rapporteur est pleinement favorable à cette mesure, non pour des motifs de morale, mais pour des raisons d'équité.

4) L'application des abattements de revenus de valeurs mobilières se trouve également précisée à propos des revenus d'actions permettant d'en bénéficier.

Désormais, selon le projet initial, ne devaient plus ouvrir droit à abattement que les revenus d'actions visés à la première phrase de l'article 163 octies 19 du C.G.I. En d'autres termes, ouvriraient seulement droit à l'abattement les revenus tirés des actions de sociétés françaises inscrites à la cote officielle ou au second marché des bourses françaises de valeurs ou qui, inscrites au hors cote, font l'objet de transactions d'une importance et d'une fréquence fixées par le décret n° 78-1065 du 9 novembre 1978 (c'est-à-dire ayant fait l'objet d'au moins cinquante cotations à la bourse de Paris ou vingt-cinq cotations sur les autres bourses pendant deux années successives et pour un montant au moins égal à 500 000 francs à Paris ou 200 000 francs en province au cours de ces 24 mois).

Se trouvaient donc exclus les revenus tirés d'actions de sociétés non cotées, ce qui limite le coût du relèvement des abattements à 700 millions de francs. Votre Commission des Finances aurait douté fortement du bien fondé d'une mesure qui, si elle permet d'économiser 300 millions de francs, n'en exclut pas moins du champ des sociétés bénéficiaires les petites entreprises. Si celles-ci, à cause de leur taille, ne peuvent encore accéder aux marchés boursiers, elles jouent un rôle considérable dans l'innovation et sont les seules à avoir continué à créer des emplois depuis le début de la crise.

E. LA BANALISATION DES CAISSES D'ÉPARGNE

1) L'importance de la modification proposée

. Actuellement le réseau des caisses d'épargne a la possibilité d'accorder des prêts :

- aux particuliers (prêts au logement, notamment),
- aux entrepreneurs individuels (prêts à l'artisanat, notamment),
- aux organismes sans but lucratif (associations...),
- aux collectivités locales et à leurs établissements publics.

Par ailleurs, les caisses d'épargne peuvent faire au profit de ces mêmes personnes des opérations de banque, c'est-à-dire collecter leurs dépôts et leur accorder des garanties.

. Il ressort de cette liste que les seules personnes morales pouvant bénéficier des concours des caisses d'épargne sont les associations (ou autres organismes sans but lucratif) et les collectivités publiques.

L'article 35 du projet de loi prévoit d'autoriser les caisses d'épargne à effectuer des opérations des banques -donc des crédits- au profit de toutes les personnes morales à l'exception des sociétés faisant appel public à l'épargne.

En clair, le réseau des caisses d'épargne pourra désormais consentir des prêts aux sociétés non cotées, ne recourant pas au démarchage ou à la publicité pour placer leurs titres et dont la diffusion du capital social est suffisamment restreinte (définition de l'appel public à l'épargne par l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et la jurisprudence de la Commission des Opérations de Bourse), c'est-à-dire les petites et moyennes entreprises.

. Cette extension du champ d'intervention des caisses d'épargne débouche donc sur la possibilité de consentir des crédits aux P.M.E. et de recevoir leurs dépôts.

Mais, naturellement, ces prêts aux P.M.E. ne pourront être consentis par les caisses qu'à l'aide de leurs ressources propres, c'est-à-dire leurs ressources fiscalisées (livret B, dépôts sur comptes-chèques, notamment).

En aucun cas les ressources des livrets A, qu'elles soient ou non affectées au contingent Minjoz, ne pourront être utilisées pour effectuer des prêts à des sociétés.

2) Appréciation de cette modification

L'extension du champ d'activité des caisses d'épargne révèle à la fois des avantages et des inconvénients. Cette mesure n'est donc pas, selon votre Commission des Finances, univoque.

a) Les avantages

. Il est, en premier lieu, indéniable que le décloisonnement de notre système financier (cf. ci-dessus chapitre II) constitue une orientation satisfaisante.

La concurrence entre les réseaux est en effet, à terme, productrice d'une diminution du coût du crédit et des différents services rendus aux agents économiques par le secteur financier.

. L'intégration du réseau des caisses d'épargne dans ce cadre d'une concurrence accrue est d'ailleurs amorcée depuis une dizaine d'années :

- . par l'octroi de la possibilité aux caisses d'épargne d'ouvrir des comptes à vue, assortis de moyens de paiement (en 1978),

- . par la création de nouveaux produits défiscalisés offerts à tous les réseaux et non plus seulement aux banques mutualistes et aux caisses d'épargne (CODEVI, LEP),

- . par la soumission du réseau à la loi bancaire, en vertu de la dénomination d'établissements de crédit attribuée aux caisses, aux SOREFI et au CENCEP et du fait que ces

différents organismes peuvent effectuer des opérations de banque.

. En outre, le réseau des caisses d'épargne, avec sa bonne implantation, pourrait constituer une source de financement utile pour les sociétés de petite et moyenne taille. Souhaitée, semble-t-il, par le réseau, elle pourrait, de plus, contribuer à le dynamiser.

b) Les inconvénients

L'extension du champ d'activité a également des inconvénients. Parmi ceux-ci, toutefois, existent des dangers plus apparents que réels.

. Le risque de concurrence déloyale semble un inconvénient de nature surtout imaginaire. En effet, les caisses d'épargne ne sont pas dans une position privilégiée par rapport aux banques :

- les ressources que seront susceptibles de mobiliser les caisses d'épargne ne sont pas des ressources privilégiées. Il convient de rappeler, une fois encore, que les ressources collectées au titre du livret A continueront à n'être employées que par la Caisse des dépôts ;
- les commissions que perçoivent les caisses sur l'encours des livrets A sont en diminution ; donc, cette "arme" qui pourrait favoriser indument les caisses d'épargne n'aura pas une grande portée ;
- le réseau devrait être progressivement soumis à l'impôt sur les sociétés, comme l'a été, en 1979, le Crédit agricole.

Les conditions de concurrence entre les caisses d'épargne et les banques semblent donc équilibrées.

. Les risques réels sont au nombre de deux :

- le manque de préparation d'établissements définis expressément par la loi comme non lucratifs à exercer pleinement le métier de banquier ;
- le danger d'une raréfaction du crédit aux collectivités locales.

Certes, les crédits consentis directement aux collectivités locales par les caisses d'épargne (hors contingent Minjoz, donc) ne le sont pas à taux privilégié ; ces prêts directs étaient d'environ 5 milliards de francs en 1986, avec un taux oscillant autour de 10 %.

Mais on peut craindre que l'orientation nouvelle donnée à l'activité des caisses d'épargne ne se traduise par la perte, pour les collectivités locales rurales, d'un interlocuteur naturel et proche tout autant que traditionnel et cette remarque est surtout valable pour ces communes particulièrement dignes d'intérêt et de sentiment que l'on appelle familièrement, mais aussi avec respect, les pauvres petites communes rurales. Le législateur et les pouvoirs publics doivent veiller à ne pas aggraver encore les difficultés que connaissent quelques milliers de maires habitués à trouver auprès des dirigeants locaux des Caisses de l'Ecureuil, les conseils cordiaux, les informations utiles et les crédits aux meilleures conditions. Il est parfaitement inutile de perturber un peu plus ces magistrats dont la France a bien besoin. Et c'est ce que le Sénat tiendra pour honneur à faire admettre par le Gouvernement.

*

* *

La confrontation de ces avantages et de ces inconvénients n'a cependant pas conduit votre Commission des Finances à rejeter cette extension du champ d'activité des caisses d'épargne. Afin de miniser les risques, elle a toutefois conclu à la nécessité de plafonner le pourcentage des emplois de chaque caisse d'épargne affectés aux sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne, tout en chargeant son rapporteur d'être ferme sur ce point au cours du débat en séance publique.

F. MESURES CONCERNANT LE MATIF

Le projet de loi contient deux séries de mesures concernant le MATIF.

1) L'organisation du marché est légèrement modifiée sur les deux points suivants :

- l'article 26 prévoit la possibilité, pour les adhérents de la chambre de compensation, de désigner des négociateurs sur le marché. Jusqu'à présent, seuls les adhérents avaient capacité à négocier, ce qui empêchait notamment l'intervention des maisons de titres ;
- l'article 27 précise le régime juridique du dépôt de garantie constitué par les intervenants sur le marché, en le réputant propriété de la chambre de compensation, afin d'éviter, en cas de cessation des paiements de l'un de ses intervenants, sa saisie par les créanciers.

2) La fiscalité des opérations sur le marché est beaucoup plus profondément bouleversée.

a) Le régime actuel des opérations réalisées est le suivant :

- le profit ou la perte réalisé lors d'une opération n'est imposé qu'au dénouement de celle-ci ;
- l'imposition des gains ou des pertes enregistrés sur le MATIF est effectuée sans que les opérations réalisées sur d'autres marchés soient prises en compte ;
- les particuliers qui interviennent sur le MATIF sont imposés, sur leurs gains, au taux de 33 % (prélèvement

libératoire); leurs pertes sont exclusivement imputables sur les gains de même nature enregistrés lors des cinq exercices suivants.

b) Le projet de loi modifie substantiellement ce dispositif:

- le profit ou la perte résultant, à la clôture de l'exercice, des opérations en cours serait, dorénavant, intégré dans le résultat de l'entreprise;
- en cas de positions symétriques, c'est-à-dire de positions prises par un ou plusieurs marchés financiers et dont la perte sur l'une compense avec certitude le gain sur l'autre, la perte sur l'une des positions ne serait déductible que pour sa fraction excédant le gain non encore imposé découlant de l'autre position;
- cette règle ne s'appliquerait pas lorsque la prise de positions symétriques répond exclusivement à un motif de couverture d'un risque de l'exercice suivant;
- enfin, les particuliers qui opèrent à titre professionnel sur le MATIF pourraient désormais opter pour le régime des bénéfiques industriels et commerciaux; leurs gains seraient alors intégrés dans leur revenu imposable, mais leurs pertes seraient reportables sur l'ensemble de leurs revenus des cinq exercices suivants.

G. L'INSTAURATION D'UN MARCHÉ DES PRÊTS DE TITRES

Les prêts de titres ne sont pas interdits par la législation actuelle. Mais ils sont entravés par leurs conséquences fiscales et l'absence de règles garantissant la sécurité des prêteurs.

Le projet propose des mesures favorisant l'instauration d'un véritable marché des prêts de titres.

1) La neutralisation des conséquences fiscales d'un prêt de titres

Un titre étant une chose de genre, son prêt suit le régime des prêts à la consommation. Il entraîne donc le transfert de la propriété du titre à l'emprunteur.

Dans ces conditions, le prêteur est, selon les principes du droit fiscal, immédiatement imposé sur l'éventuelle plus-value latente de son titre.

Le projet de loi prévoit que les prêts de titres n'entraîneront pas imposition immédiate de cette plus-value latente.

En outre, il dispose que la durée de détention des titres s'apprécie, pour la soumission du prêteur aux plus-values à long ou moyen terme, en prenant en compte la durée du prêt. Le délai de deux ans pour l'application du régime des plus-values à long terme (taux de 15 % et non intégration dans le bénéfice) ne sera donc pas allongé à raison de la durée du prêt pour le prêteur.

2) L'instauration d'un véritable marché des prêts de titres

Le projet prévoit certaines règles garantissant la sécurité des opérations :

- le prêt ne pourra s'effectuer que par l'intermédiaire d'organismes agréés à cet effet ;
- les sociétés d'investissement à capital variable et les fonds communs de placement ne pourront prêter que dans une limite, fixée par décret, de leur actif total ;
- les emprunteurs ne pourront être que des institutions habilitées à effectuer des opérations de contrepartie (agents de change, banques, maisons de titres, notamment) ;

- les prêts ne pourront porter que sur des valeurs mobilières cotées ou sur des titres de créances à court terme négociables (billets de trésorerie, bons du Trésor négociables, certificats de dépôt, principalement).

L'enjeu de ce nouveau dispositif est, en dépit de son caractère technique, important. Il s'agit, en effet, de permettre aux intermédiaires du marché financier de satisfaire, au moindre coût et dans les meilleurs délais, leur clientèle, notamment internationale, sans passer, dans un premier temps, par le marché.

H. MESURES DIVERSES

1) L'amélioration de l'information fournie aux sociétés sur leur actionnariat

Les titres des sociétés connaissent, aujourd'hui, deux régimes différents :

- le régime nominatif, dans lequel les mouvements de titres s'effectuent par transferts consignés sur des registres tenus par les sociétés émettrices ;
- le régime du titre au porteur, dans lequel les titres circulent par virements entre comptes (dématérialisation).

Le projet de loi prévoit une modification du régime du titre au porteur, en instaurant la possibilité pour l'émetteur de demander aux intermédiaires qui tiennent les comptes-titres, communication de la liste de ses actionnaires.

Le but poursuivi est de permettre aux sociétés de se tenir informées d'éventuelles tentatives de prises de contrôle.

2) La légalisation des cessions de filiales d'entreprises publiques

De nombreuses cessions de filiales d'entreprises publiques ont été effectuées sous la précédente législature, dans des conditions irrégulières parce qu'aucune loi de "respiration" ne permettait ces opérations.

Le Gouvernement, après avoir fait adopter par le Parlement un dispositif régissant les transferts d'entreprises publiques au secteur privé (lois des 2 juillet et 6 août 1986), apure le passé en prévoyant la validation des cessions irrégulières.

Plus précisément, le projet de loi dispose que les cessions intervenues avant la loi du 6 août 1986 ne pourront être "remises en cause par un moyen tiré de l'absence d'autorisation législative".

3) La suppression des taux plafond réglementaires des commissions et frais perçus sur les SICAV et fonds communs de placement.

Les lois du 3 janvier et du 13 juillet 1979 prévoyaient respectivement pour les SICAV et les FCP, que le ministre chargé de l'Economie fixait le montant maximum des commissions perçues à l'occasion de la souscription ou du rachat de titres ainsi que des frais de gestion de ces organismes.

Le projet de loi supprime cette intervention administrative: le succès des organismes collectifs de placement a en effet entraîné une vive concurrence qui permet de revenir à la "liberté des contrats".

4) La suppression du régime particulier des émissions obligataires effectuées par des étrangers.

Les émissions ou introductions en France d'obligations par des sociétés étrangères sont actuellement régies par le décret loi du 30 octobre 1935 qui prévoit, pour la protection des obligataires, un certain nombre de protections : présentation d'un premier bilan annuel par la société émettrice, constitution d'une masse des obligataires, etc...

Afin d'encourager la venue des sociétés étrangères sur la place de Paris et d'en faire une véritable place internationale, le projet de loi supprime les contraintes posées par le décret de 1935.

Il convient toutefois de préciser que les émissions étrangères restent soumises à autorisation préalable et placées sous le contrôle de la COB.

II - LES PRINCIPAUX APPORTS **DE L'ASSEMBLEE NATIONALE**

L'Assemblée nationale a apporté d'importantes - et judicieuses - modifications au projet de loi initial.

Ces modifications ont porté, d'une part, sur les domaines initiaux du projet (A) et, d'autre part, sur l'abaissement à 42 % du taux de l'impôt sur les sociétés (B), à l'initiative du Gouvernement.

A. LES MODIFICATIONS **APPORTEES AUX DOMAINES INITIAUX DU TEXTE**

1) Sur le plan d'épargne en vue de la retraite

a) Dix-sept amendements et sous-amendements ont été adoptés.

- Le champ des établissements compétents pour gérer des plans d'épargne en vue de la retraite a été élargi :

- . aux services de la poste et aux comptables du Trésor (amendement de la commission des Finances),
- . aux caisses de prévoyance des organismes de Sécurité sociale (amendement du Gouvernement, à l'initiative de la commission des Affaires sociales).

- Le montant des versements a été augmenté de 3.000 francs par an pour les contribuables ayant au moins trois enfants à charge, soit 15.000 francs au lieu de 12.000 pour un couple avec

trois enfants. Cet amendement a été déposé par le Gouvernement en réponse à une demande de la commission des Finances.

- Un amendement a prévu d'éviter toute possibilité "d'aller-retour" permettant d'éluider une partie de l'impôt sur le revenu (amendement de M. Lamassoure, UDF).

- Un amendement du Gouvernement a supprimé la liaison entre le bénéfice du crédit d'impôt et l'absence de liquidation antérieure de la retraite principale.

- Les pénalités qui frappent le contribuable en cas de retrait avant 60 ans ont été supprimées en cas d'invalidité (amendement de la commission des Finances).

- Un prélèvement libératoire a été instauré, au taux de :

. 36 % si le retrait intervient entre 60 et 63 ans,

. 33 % si le retrait intervient entre 63 et 65 ans,

. 30 % si le retrait intervient entre 65 et 67 ans,

. 26 % si le retrait intervient après 67 ans.

Cet amendement a été présenté par le Gouvernement et sous-amendé par M. d'Ornano, président de la commission des Finances (prélèvement de 26 % pour les contribuables "sortant" du dispositif après 67 ans).

- Un amendement prévoyant la non intégration immédiate, dans le revenu imposable, des sommes transmises par voie de succession et replacées sur un autre plan, a été adopté à l'initiative de M. Auberger (RPR).

b) Principaux amendements rejetés à propos du plan d'épargne en vue de la retraite

- Amendement de la commission des Affaires sociales et de la Commission des Finances prévoyant la possibilité de cumuler les avantages du plan d'épargne en vue de la retraite et de l'assurance-vie.

- Amendement de la commission des Affaires sociales et de M. de Robien (UDF) majorant le plafond de déduction si la sortie s'effectue en rente viagère.

- Amendements étendant aux actions de sociétés non cotées et aux parts de banques mutualistes et coopératives les emplois du plan d'épargne en vue de la retraite (commission des Affaires sociales).

- Amendement de la commission des Affaires sociales supprimant les pénalités si la "sortie" avant 60 ans est consécutive à un licenciement.

2. Sur les stocks "options"

A l'occasion de l'examen du chapitre II, l'Assemblée nationale a complété, sur trois points, le nouveau mécanisme général des stocks-options :

C'est ainsi que sur proposition de la Commission des finances, la faculté ouverte, par l'article 13 du projet de loi, aux mandataires sociaux de souscrire des options donnant droit à la souscription d'actions à hauteur de 10 % du capital social de l'entreprise, a été étendue à l'achat d'actions.

L'Assemblée nationale a, également, adopté un article 13 bis qui étend le bénéfice du nouveau régime des stocks-options aux opérations en cours ouvertes sur la base de l'article 31 de l'ordonnance du 21-10-1986 sur la participation financière des salariés, au profit des salariés des entreprises dont le siège de la société mère est situé à l'étranger.

Enfin, toujours dans un souci d'harmonisation des textes, l'Assemblée nationale a adopté un article 15 bis qui précise les conditions d'application, aux salariés de filiales de sociétés étrangères, de la législation du travail et de la sécurité sociale, en matière de stocks-options.

Ainsi, pour ces derniers, à l'instar des salariés ou mandataires sociaux de sociétés françaises, le complément de salaire résultant de la différence entre la valeur réelle de l'action à la date de la levée de l'option et le prix de souscription ou d'achat de cette action, n'est pas pris en considération pour l'application de la législation du travail et de la sécurité sociale.

3. Sur le R.E.S.

Cet amendement apporte au projet de loi une modification capitale en prévoyant que le crédit d'impôt accordé à la société holding sera obtenu de plein droit sans agrément ni dépôt préalable d'un dossier.

Ainsi les repreneurs bénéficieront automatiquement d'un crédit d'impôt si le projet remplit les conditions de la loi.

La vérification s'effectuera à posteriori dans le cadre normal de contrôle fiscal. Les agents de la Direction générale des impôts auront le pouvoir de remettre en cause les avantages que la société aura de plein droit appliqués. Il faudra que la pratique des services fiscaux soit harmonieuse pour éviter des approches trop divergentes selon les départements.

En cas d'incertitude, les candidats au rachat ont néanmoins la faculté, en soumettant leur projet avant sa réalisation, à l'accord du ministre chargé de l'Economie et des finances d'obtenir la garantie qu'aucune remise en cause de leur dossier ne sera effectuée ultérieurement. Il est de fait qu'en supprimant tout agrément préalable, on retire la garantie qui y était attachée. Mais cela paraît être la règle d'un jeu plus libéral et les principaux acteurs préfèrent ce nouveau cadre. S'ils ont des doutes, l'amendement du Gouvernement leur donne une possibilité de poser préalablement la question au fisc.

C'est le seul point sur lequel cet amendement modifie le projet initial. La suppression de l'accord préalable oblige à mentionner dans le projet de loi certaines conditions d'obtention des avantages fiscaux; elles sont énumérés ci-après :

- les emprunts contractés par la société holding sont limités quant à la durée et au taux. La durée des emprunts ne doit pas être supérieure à 10 ans. Le taux doit être fixé par référence au taux moyen de rendement brut à l'émission des obligations des sociétés privées prévu à l'article 39-1-3è du Code général des impôts, majoré de deux points et demi. Le taux de référence sera celui de l'année civile qui précède le contrat. Ces emprunts ne doivent comporter aucun autre avantage ou

droit au profit du prêteur. Ainsi est exclue la possibilité d'accorder au prêteur des obligations convertibles ou des obligations à bons de souscription d'actions.

- Les actions fiscaux, déductibilité des intérêts d'emprunts par les salariés et crédits d'impôt pour la société holding, sont liés. Ils sont acquis ou perdus en même temps.

De plus, l'Assemblée nationale a introduit une disposition complémentaire sous forme d'article additionnel après l'article 16 afin d'autoriser les salariés à utiliser - dans le cadre d'une opération de R.E.S. - les sommes qui leur reviennent au titre de la réserve spéciale de participation.

4) Sur la fiscalité des valeurs mobilières

Le texte initial du projet supprimait l'abattement sur les dividendes d'actions de sociétés non cotées.

Par amendement, le Gouvernement est revenu sur cette position : dorénavant, seules les personnes ayant plus de 25 % du capital social ne pourront bénéficier de cet abattement.

5) Parmi les mesures diverses

L'Assemblée nationale a introduit un article additionnel avant l'article 38 afin d'autoriser les sociétés à réaliser - dans le cadre des plans d'épargne- entreprises- des augmentations de capital sur une épargne à constituer.

En outre, elle a, sur amendement de M. Gilbert GANTIER (U.D.F.) modifié la date de légalisation des cessions de filiales d'entreprises publiques en la fixant au 6 août 1986.

B. L'ABAISSMENT DU TAUX DE L'IMPOT SUR LES SOCIETES

L'Assemblée Nationale a adopté, sur proposition du Gouvernement un article 44 bis qui tend à poursuivre la politique amorcée par la première loi de finances rectificative pour 1986, d'allègement des charges des entreprises.

Le dispositif envisagé s'articule autour de deux mesures :

- il est proposé de ramener le taux de l'impôt sur les sociétés de 45 % à 42 % à compter du 1er janvier 1988;
- parallèlement, le montant du premier acompte provisionnel à l'impôt sur les sociétés, échu à compter de la publication de la présente loi est réduit d'un montant égal à 3 % du bénéfice de référence.

En pratique, l'article 44 bis institue un mécanisme d'allègement fiscal en deux temps :

- tout d'abord une aide immédiate et ponctuelle sous la forme de facilités de trésorerie offertes aux entreprises. En effet, l'impôt sur les sociétés est payable annuellement sous forme d'acomptes provisionnels en quatre termes dont les échéances sont, en application de l'article 1668 du Code général des impôts, respectivement fixées aux mois de février, mai, août et novembre de chaque année, la régularisation du solde intervenant lors du dépôt de la déclaration des résultats (soit au plus tard le 1er avril de l'année suivante).

Au cas particulier, l'acompte exigible en août 1987 (c'est-à-dire en principe le premier acompte échu à compter de la publication de la présente loi) serait calculé sur la base d'un taux d'impôt sur les sociétés à 42 % au lieu de 45 %, soit en définitive une réduction de 3 % de son montant. La régularisation de la facilité de trésorerie ainsi consentie en faveur des entreprises

interviendrait au plus tard en avril 1988 avec le règlement du solde de l'impôt dû au titre de l'exercice 1987.

- Dans un deuxième temps afin d'inscrire dans la durée l'effet de levier permis par l'allègement de la trésorerie des entreprises et conformément aux orientations générales définies à l'occasion de la discussion du budget de 1987, le taux de l'impôt sur les sociétés serait ramené de 45 à 42 % à compter du 1er janvier 1988.

Par voie de conséquence, les acomptes provisionnels payables au titre de l'impôt sur les sociétés pour 1988 seront calculés sur la base de ce nouveau taux. Le paiement par les entreprises de leur premier acompte dû au titre de l'année 1988, et dont l'échéance est fixée au mois de février compensera le surcoût de la régularisation de l'avance de trésorerie consentie en 1987 et dont le paiement interviendra, ainsi qu'il a déjà été indiqué, au plus tard en avril 1988.

Au total, le dispositif proposé à l'article 44 bis devrait, grâce à sa cohérence, favoriser le mouvement déjà amorcé d'assainissement financier des entreprises.

Le choix de l'abaissement du taux de l'impôt sur les sociétés est à cet égard significatif: par sa portée générale et durable cette mesure qui se caractérise par sa simplicité permet d'accroître les fonds propres des entreprises tout en respectant la règle de la neutralité fiscale en matière de financement des investissements. Elle s'inscrit, de ce fait, dans la logique du grand marché européen de 1992 qui implique l'alignement à terme des conditions de concurrence.

De manière plus générale, les dispositions de l'article s'insèrent dans la nouvelle politique économique conduite depuis le mois de mars 1986 qui tend à l'allègement des charges pesant sur les entreprises françaises. Elles se situent de ce point de vue dans le prolongement des nombreuses mesures déjà intervenues en ce domaine, telles que la réduction du taux de l'impôt sur les sociétés de 50 % à 45 %, la réduction de l'impôt sur le revenu qui bénéficie en particulier aux entrepreneurs individuels, l'allègement de la taxe sur les frais généraux, des taxes sur le fioul lourd et le gaz naturel ou encore l'abattement de 16 % sur les bases de la taxe professionnelle.

Cependant, pour excellentes qu'elles soient, les mesures envisagées à l'article 44 bis parviendront-elles à répondre au principal défi que pose l'évolution de la conjoncture économique

française : la reprise de l'investissement productif des entreprises ?

Le redressement de la compétitivité des entreprises exige certes, en priorité, le redressement de leur situation financière et la réduction de leur endettement. Les dispositions envisagées devraient indiscutablement y concourir.

III - LES PROPOSITIONS **DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre Commission des Finances s'est, en premier lieu, félicitée des orientations d'ensemble de ce projet de loi. Son dessein global -favoriser l'épargne des ménages, améliorer le fonctionnement du marché financier et alléger l'imposition des entreprises françaises- ne peut, en effet, que rencontrer son accord.

C'est pourquoi les modifications proposées par votre commission respectent, de manière systématique, la philosophie du projet de loi. Elles visent, cependant, à en aménager les modalités ou à le compléter.

A. PROPOSITIONS CONCERNANT LE PLAN D'EPARGNE EN VUE DE LA RETRAITE

Le plan d'épargne en vue de la retraite est un mécanisme tendant à stabiliser l'épargne financière des ménages dans l'optique de la constitution d'un complément de retraite.

Votre commission a souhaité respecter cette double logique du dispositif; elle s'est également montrée soucieuse de ne pas alourdir son coût en termes de moins-values fiscales.

C'est pourquoi elle ne propose ni majoration du montant des sommes déductibles du revenu imposable au moment des versements au plan, ni amélioration des conditions de cumul entre le plan d'épargne en vue de la retraite et le mécanisme de réduction d'impôt en matière d'assurance-vie.

Elle a également pleinement adhéré à l'objectif de mise en concurrence, dans des conditions équitables, des différents

réseaux collecteurs d'épargne; aussi n'a-t-elle pas cherché à privilégier tel ou tel de ces réseaux.

Les améliorations proposées par votre Commission des Finances sont donc de deux ordres: combler certaines lacunes du dispositif, rendre le plan d'épargne en vue de la retraite plus favorable lorsque la durée d'épargne est très longue.

1) Combler certaines lacunes du dispositif

Outre diverses améliorations rédactionnelles, votre commission a souhaité préciser le régime fiscal des sommes figurant sur un plan d'épargne en cas:

- de succession,
- et de divorce.

Dans le premier cas, elle a approfondi un amendement très judicieux adopté par l'Assemblée nationale à l'initiative de M. Philippe Auberger (RPR), afin de déterminer la date à compter de laquelle sont calculés les délais nécessaires à l'attribution des différents crédits d'impôt.

Dans le second cas, elle a prévu que les sommes figurant sur un plan n'étaient pas immédiatement soumises à l'impôt pour autant qu'elles soient reportées sur un autre plan.

Par ailleurs, votre commission a également souhaité que les pénalités pour retraite avant soixante ans soient supprimées dans certains cas de chômage de longue durée.

2) Favoriser l'épargne à très long terme

Le dispositif du plan d'épargne en vue de la retraite doit, selon les vœux du Gouvernement et de votre commission, contribuer à la stabilisation de l'épargne investie en valeurs mobilières des ménages.

Toutefois, il apparaît que le système est le plus favorable à ceux qui y entrent tard, à un âge proche de soixante ans.

Aussi est-il apparu indispensable de le rendre plus attractif pour les contribuables moins âgés afin d'atteindre pleinement l'objectif de stabilisation de l'épargne, dont l'importance est capitale car l'excessive volatilité du marché financier constitue un danger pour notre économie toute entière.

Pour ce faire, votre commission propose de majorer les crédits d'impôt prévus par le projet lorsque la durée d'épargne a été d'au moins vingt ans.

Le coût de cette proposition sera faible et il interviendra à une période où le dispositif aura cessé d'impliquer une charge pour les finances publiques puisque l'imposition des retraits équilibrera probablement la perte résultant des déductions.

B. PROPOSITIONS SUR LE RACHAT D'ENTREPRISES PAR LES SALARIÉS

Votre commission a souhaité que soient réintégrées dans les entreprises admises au bénéfice du RES celles qui ont moins de 20 salariés. Par contre, pourraient n'être admises que celles ayant au moins 10 salariés.

Le RES devrait, en outre, pouvoir être opéré sur des sociétés et leurs filiales si ces dernières sont détenues à plus de 50 %. Les salariés d'une filiale détenue à plus de 50 % devraient pouvoir participer au rachat de la maison mère de leur employeur et à celui de leur société.

Les intérêts des emprunts effectués par les salariés pour souscrire aux augmentations de capital de la holding devraient, par ailleurs, être déductibles de leur revenu.

Elle a également souhaité que la période de référence fixée pour définir le plafond des taux des emprunts souscrits par la société repreneuse soit plus récente que celle prévue dans le texte adopté par l'Assemblée nationale. La condition de détention

minimum (50 %) des droits de vote de la société reprise par la holding devrait, de plus, être appréciée sur une année au moins à partir du rachat et non à la date du rachat.

La holding devrait, enfin, pouvoir émettre des obligations convertibles et des obligations à bons de souscription d'actions.

C. PROPOSITIONS CONCERNANT LE REGIME FISCAL DES INTERETS ET DIVIDENDES

Tout en relevant que le relèvement de l'abattement sur les revenus d'actions et d'obligations ne sera incitatif que pour les titulaires de portefeuilles d'un montant relativement élevé, votre Commission des Finances en a approuvé le principe, car la poursuite du développement et la stabilisation de notre marché financier constituent des impératifs absolus.

Elle n'a pas approuvé, en revanche, la suppression de l'abattement sur les dividendes d'actions de sociétés non cotées. Certes, le Gouvernement a considérablement atténué la portée du dispositif initial en limitant la suppression de l'abattement aux actionnaires détenant plus de 25 % du capital social. Toutefois, cette disposition paraît encore sévère. Elle risque d'inciter les dirigeants de sociétés à minorer artificiellement leurs résultats soumis à l'impôt, ce qui est malsain pour le développement des petites et moyennes entreprises. Elle s'ajoute, de plus, à la suppression de l'exonération fiscale des entreprises nouvelles qui n'a pas rencontré une adhésion unanime dans les milieux concernés.

Aussi, votre commission a-t-elle souhaité le maintien intégral de l'abattement sur les dividendes d'actions de sociétés non cotées.

D. PROPOSITIONS
CONCERNANT LES PRETS DE TITRES
ET LA FISCALITE DU MARCHE
A TERME D'INSTRUMENTS FINANCIERS.

1) Les prêts de titres

Votre commission a pleinement approuvé le dispositif proposé par le Gouvernement qui contribuera à l'efficacité du marché financier français dans la perspective prochaine de l'unification européenne du marché des capitaux.

Elle n'a pas souhaité, à ce propos, élargir les possibilités de prêt aux titres susceptibles de faire l'objet, pendant la période de prêt, d'un détachement du coupon ; certes, il aurait été possible de prévoir un tel élargissement, mais au prix d'un mécanisme compliqué, préjudiciable à la clarté et à la transparence du marché.

En revanche, elle a étendu les possibilités de prêts aux obligations faisant l'objet du paiement d'un intérêt dont l'exclusion n'était pas justifiée.

Aussi a-t-elle approuvé le chapitre V du projet, sous réserve d'amendements rédactionnels.

2) La fiscalité des opérations à terme

L'objectif de lutte contre l'évasion fiscale poursuivi par le Gouvernement a entraîné l'adhésion de votre commission aux dispositions du chapitre VII du projet de loi.

Toutefois, dans le but d'harmoniser le droit fiscal et les usages comptables, elle aurait souhaité accorder l'imposition de certains profits réalisés sur des marchés à terme avec la

constatation comptable des pertes qu'ils ont pour objectif de compenser. Elle ne nie pas, pour autant, la difficulté de mise en oeuvre de cette suggestion qu'elle a, de ce fait, renoncé à proposer.

E. PROPOSITIONS CONCERNANT L'EXTENSION DU CHAMP D'ACTIVITE DES CAISSES D'EPARGNE.

La "banalisation" des caisses d'épargne n'a pas rencontré d'hostilité de principe de la part de votre commission mais elle n'en mésestime pas les dangers qui tiennent au manque de préparation des caisses au métier de banquier et au risque de désengagement de celles-ci vis-à-vis des communes rurales dont elles sont des interlocuteurs naturels.

Aussi apparaît-il plus raisonnable de prévoir, dans un premier temps, que les crédits en faveur d'entreprises ne pourront dépasser 20 % des emplois de chaque caisse et de chaque société régionale de financement.

Passée une période d'adaptation, s'accompagnant de la fiscalisation progressive du réseau, ce plafond pourrait être supprimé, pour autant que le financement des investissements locaux s'effectue dans des conditions satisfaisantes.

F. PROPOSITIONS CONCERNANT LES CHAPITRES IX ET X: "MESURES DIVERSES".

1) Sur les articles 38, 39, 40 et 41, qui ont pour but de favoriser la connaissance par les sociétés de leur actionariat, votre Commission des Finances a adopté divers amendements qui, sans altérer la portée du dispositif, en précisent les modalités.

2) Sur l'article 43 (suppression du plafond administratif des commissions et frais perçus par les SICAV et fonds communs de placement), votre commission propose, dans un souci d'une plus grande transparence et donc d'une meilleure concurrence, de préciser que les statuts ou règlements des organismes collectifs de placement comporteront le mode de détermination des commissions et annonceront un montant maximum de frais : les épargnants pourront ainsi comparer clairement les conditions de souscription.

A l'article 44 (suppression du régime particulier des émissions obligataires effectuées par des étrangers) votre commission a souhaité se conformer à l'exposé des motifs du projet de loi et limiter la portée de cet article à la suppression de la masse des obligataires pour les emprunts étrangers introduits en France.

Sur l'article 45 (validation des transferts d'entreprises du secteur public au secteur privé) votre commission, dans un souci de clarté juridique, vous propose de retenir, comme date limite de validation des cessions irrégulières, l'entrée en vigueur de la loi du 2 juillet 1986 et non celle du 6 août 1986 : c'est en effet la loi du 2 juillet 1986 qui fixe les compétences respectives du législateur et de l'autorité administrative en matière de "respiration" du secteur public.

G. UNE PROPOSITION NOUVELLE: FAVORISER LA TRANSMISSION D'ENTREPRISES EN DIFFICULTE.

Votre Commission des Finances s'est félicitée des améliorations apportées au dispositif de rachat d'une entreprise par ses salariés. Toutefois, ce dispositif ne peut, par construction, concerner que des entreprises bénéficiaires.

Or, le coût, pour la collectivité, de la disparition de celles des entreprises en difficulté qu'une reprise par leurs salariés aurait permis de redresser est considérable.

Coût financier, d'abord : le versement d'allocations de chômage aux salariés constitue une charge supplémentaire alors que, par ailleurs, l'entreprise n'est plus à même d'acquitter impôts et cotisations sociales.

Coût économique et social, ensuite : certaines régions françaises connaissent une progressive "désertification" qu'il est indispensable d'enrayer et la fermeture de leur entreprise constitue, pour les salariés, un évènement aux conséquences fréquemment désastreuses.

La nécessité d'éviter, autant que faire se peut, la disparition d'entreprises qu'une reprise aurait permis de sauver n'a pas échappé aux pouvoirs publics.

La loi du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique a en effet instauré un dispositif permettant à une société reprenant une autre société en difficulté d'imputer sur ses bénéfices le déficit reportable de la société reprise. Cette loi a donc dérogé, pour la reprise d'entreprises en difficulté, à la règle traditionnelle en droit fiscal français de non consolidation des comptes des sociétés mères et des filiales.

Ce mécanisme n'a pas connu un véritable succès car son bénéfice reposait sur un agrément et n'est prévu que pour les exercices 1984, 1985, 1986 et 1987.

Votre Commission des Finances vous propose donc d'instaurer un nouveau dispositif favorable à la transmission d'entreprises en difficulté.

Ce dispositif est le suivant :

- permettre à une société créant une autre société ayant pour objet la reprise d'une entreprise en difficulté,
- d'imputer sur son résultat bénéficiaire le déficit reportable de la société reprise dans la limite de 50 % de celui-ci,
- pourvu qu'elle participe à des augmentations de capital de la société reprise permettant à celle-ci de reconstituer son capital social.

Les salariés de la société en difficulté devront, dès le début de l'opération, détenir au moins 51 % du capital de la société

holding créée pour la reprise, en assurer la direction effective et participer aux augmentations de capital de l'entreprise reprise.

La société bénéficiant du transfert de déficit assurerait un apport de capital en échange de ce transfert. Cet apport serait également rentabilisé par les bénéfices ultérieurement réalisés par la société redressée.

Pour pouvoir souscrire aux augmentations de capital permettant la reconstitution du capital social de l'entreprise en difficulté, les salariés pourraient bénéficier, comme dans le cadre du mécanisme du rachat d'entreprise par ses salariés, de la possibilité de déduire les intérêts d'emprunts contractés à cette fin de leur revenu imposable, dans la limite de 150 000 francs par an. Ils auraient ainsi la capacité de devenir majoritaires.

Les critères, enfin, de l'entreprise en difficulté susceptible de bénéficier de ce régime seraient ceux du droit commercial, c'est-à-dire :

- critère de la perte nette comptable supérieure à un tiers des capitaux propres à l'issue des derniers exercices,
- critère de la nomination d'un conciliateur par le Président du Tribunal de commerce dans les conditions prévues à l'article 35 de la loi n° 84-148 du 1er mars 1984 relative à la prévention et au règlement amiable des difficultés des entreprises,
- critère de la cessation des paiements constatée par le Tribunal de commerce.