

N° 20

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2021-2022

Enregistré à la Présidence du Sénat le 6 octobre 2021

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

au nom de la commission des finances (1) sur la protection des épargnants,

Par MM. Jean-François HUSSON et Albéric de MONTGOLFIER,

Sénateurs

(1) Cette commission est composée de : M. Claude Raynal, *président* ; M. Jean-François Husson, *rapporteur général* ; MM. Éric Bocquet, Emmanuel Capus, Bernard Delcros, Vincent Éblé, Charles Guené, Mme Christine Lavarde, MM. Dominique de Legge, Albéric de Montgolfier, Didier Rambaud, Jean-Claude Requier, Mmes Sophie Taillé-Polian, Sylvie Vermeillet, *vice-présidents* ; MM. Jérôme Bascher, Rémi Féraud, Marc Laménie, Stéphane Sautarel, *secrétaires* ; MM. Jean-Michel Arnaud, Arnaud Bazin, Mme Nadine Bellurot, MM. Christian Billac, Jean-Baptiste Blanc, Mme Isabelle Briquet, MM. Michel Canévet, Vincent Capo-Canellas, Thierry Cozic, Vincent Delahaye, Philippe Dominati, Mme Frédérique Espagnac, MM. Éric Jeansannetas, Patrice Joly, Roger Karoutchi, Christian Klinger, Antoine Lefèvre, Gérard Longuet, Victorin Lurel, Hervé Maurey, Sébastien Meurant, Jean-Marie Mizzon, Claude Nougéin, Mme Vanina Paoli-Gagin, MM. Paul Toussaint Parigi, Georges Patient, Jean-François Rapin, Teva Rohfritsch, Pascal Savoldelli, Vincent Segouin, Jean Pierre Vogel.

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
L'ESSENTIEL.....	5
LES PRINCIPALES RECOMMANDATIONS DES RAPORTEURS	19
PREMIÈRE PARTIE	
DES ÉPARGNANTS PÉNALISÉS PAR UN FONCTIONNEMENT PEU OPTIMAL DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE	
I. FACE AU DOUBLE ENJEU DES PRODUITS RISQUÉS ET D'UNE PROTECTION INSUFFISANTE DES ÉPARGNANTS, L'ARSENAL NORMATIF NATIONAL ET EUROPÉEN S'EST ÉTOFFÉ CES DERNIÈRES ANNÉES.....	25
A. UNE NÉCESSITÉ : RÉPONDRE À UN CONTEXTE DE FAIBLESSE DES TAUX OBLIGATAIRES ET D'INCITATION ACCRUE POUR LES PRODUITS D'ÉPARGNE RISQUÉS.....	25
B. LA RÉPONSE : UNE PROTECTION NORMATIVE ÉTOFFÉE, Y COMPRIS SUR LES NOUVEAUX SEGMENTS DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE	27
1. <i>Information de la clientèle et devoir de conseil : les conditions d'un choix éclairé.....</i>	<i>27</i>
2. <i>Le développement de dispositifs d'alerte et de supervision.....</i>	<i>32</i>
3. <i>L'adaptation de la réglementation et des instruments de supervision aux nouveaux produits.....</i>	<i>34</i>
II. UN MARCHÉ FRANÇAIS DE L'ÉPARGNE QUI CONTINUE POURTANT DE SE DISTINGUER PAR DES CARACTÉRISTIQUES DÉFAVORABLES AUX ÉPARGNANTS	37
A. UNE STRUCTURATION DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE PEU PROPICE À L'AMÉLIORATION DE LA PERFORMANCE SERVIE AUX ÉPARGNANTS.....	37
1. <i>Le modèle historique de la bancassurance : une concentration d'acteurs et une gestion de l'épargne intermédiée.....</i>	<i>37</i>
2. <i>Des fonds de taille limitée : un risque accru pour les frais ?.....</i>	<i>38</i>
3. <i>Un marché marqué par l'attachement des épargnants à la culture du conseil</i>	<i>40</i>
B. UNE PERFORMANCE DES PRODUITS FORTEMENT PÉNALISÉE PAR LE NIVEAU DES FRAIS.....	42
1. <i>Un marché de l'épargne qui est resté dynamique en 2020</i>	<i>42</i>
2. <i>Un dynamisme et une performance qui ne profitent pas pleinement aux épargnants</i>	<i>45</i>
3. <i>En termes de rapport frais/performance, une divergence significative entre gestion active et gestion passive.....</i>	<i>57</i>

SECONDE PARTIE
LES PRINCIPALES RECOMMANDATIONS DES RAPPORTEURS POUR MIEUX
DÉFENDRE LES INTÉRÊTS DES ÉPARGNANTS

I. PROTÉGER LES ÉPARGNANTS EN LEUR SERVANT UNE MEILLEURE PERFORMANCE.....	62
A. MIEUX ENCADRER LES COMMISSIONS VERSÉES ET LES FRAIS PRATIQUÉS.....	62
1. <i>Les rétrocessions, une modalité peu satisfaisante mais difficile à supprimer à court-terme..</i>	62
2. <i>Interdire les commissions de mouvement, ou mettre fin à une double charge pour les épargnants</i>	66
3. <i>Renforcer l'encadrement des commissions de surperformance</i>	70
4. <i>Réduire l'écart réglementaire entre les assureurs et les autres intermédiaires financiers pour favoriser une concurrence loyale</i>	74
B. PERMETTRE À L'ÉPARGNANT DE FAIRE UN CHOIX PLUS ÉCLAIRÉ.....	78
1. <i>Rendre obligatoire le référencement de produits indiciels à bas coûts</i>	78
2. <i>Développer un comparatif des frais moyens d'assurance vie pour en connaître le « coût complet ».....</i>	83
C. DÉVELOPPER ET ADAPTER LES PRODUITS EXISTANTS AUX NOUVELLES CONTRAINTES DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE	85
1. <i>Maintenir la limitation géographique du PEA, tout en protégeant l'épargnant en cas d'achat d'une action inéligible</i>	85
2. <i>Augmenter la taille des fonds fiscaux</i>	89
3. <i>Faire évoluer le modèle de l'assurance vie pour accéder à des contrats plus performants.....</i>	92
4. <i>Favoriser la migration de l'assurance vie vers les plans d'épargne retraite pour préparer la fin de la vie active</i>	105
5. <i>Développer un produit d'épargne retraite peu coûteux pour l'épargnant et stimuler la concurrence sur ce segment du marché</i>	107
II. PROTÉGER LES ÉPARGNANTS EN CONTRÔLANT DAVANTAGE LES ACTEURS DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE.....	111
A. MIEUX ENCADRER LA PLURALITÉ ET LES ACTIVITÉS DES INTERMÉDIAIRES DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE	111
1. <i>Améliorer la qualité du contrôle de l'honorabilité des intermédiaires</i>	111
2. <i>Renforcer le rôle de l'Autorité des marchés financiers en imposant d'effectuer un contrôle régulier des associations professionnelles agréées de conseillers en investissements financiers</i>	114
3. <i>Étendre le champ d'intervention de l'Autorité des marchés financiers au contrôle préalable des investissements défiscalisés dans le logement locatif, notamment en matière de publicité.....</i>	118
B. RENFORCER L'ENCADREMENT DES CAGNOTTES EN LIGNE AU REGARD DE LA LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT DES CAPITAUX ET LE FINANCEMENT DU TERRORISME	122
EXAMEN EN COMMISSION.....	125
LISTE DES PERSONNES ENTENDUES ET CONTRIBUTIONS	141

L'ESSENTIEL

La protection des épargnants s'impose aujourd'hui comme une réelle préoccupation. D'une part, les **taux obligataires faibles**, accompagnés d'une hausse de l'inflation, diminuent les rendements des produits d'épargne les plus sécurisés, lesquels sont pourtant privilégiés par de nombreux épargnants français. D'autre part, la crise sanitaire et économique s'est traduite par la constitution d'une **épargne de précaution**, estimée par la Banque de France à 115 milliards d'euros en 2020.

Dans ce contexte, il est essentiel de s'assurer du bon fonctionnement du marché de l'épargne. **Albéric de Montgolfier**, alors rapporteur général, avait ainsi initié une mission de contrôle sur la protection des épargnants en 2020. En janvier 2021, la commission des finances a souhaité que ses travaux, interrompus par la crise sanitaire, soient repris pour prendre la forme d'un rapport conjoint avec **Jean-François Husson**, nouveau rapporteur général.

Ce rapport a fait l'objet d'une **présentation devant la commission des finances, présidée par Claude Raynal, le mercredi 6 octobre 2021.**

Un enjeu de pouvoir d'achat : les épargnants ne doivent pas être contraints par un marché de l'épargne trop captif et insuffisamment rentable.

Le marché de l'épargne français se caractérise, en premier lieu, par un taux d'épargne des ménages parmi les plus élevés d'Europe. Or, ce marché dynamique se distingue par la **prédominance du modèle historique de la bancassurance**, c'est-à-dire de l'intégration de l'assurance dans l'organisation et dans le modèle d'affaires de la banque. Ce modèle, qui repose sur la relation privilégiée des épargnants français avec leurs banquiers, a favorisé le **développement de l'assurance vie**, qui joue un rôle majeur dans **la distribution des fonds français**. Cette **intermédiation** ajoute cependant une « couche » de frais pour les épargnants, ce qui réduit d'autant plus le rendement net de leurs produits d'épargne.

Le marché français a pour particularité **un encours moyen par fonds plus faible que celui constaté dans des pays européens de taille similaire** (168 millions d'euros en France en 2018, contre 312 millions d'euros en Allemagne, 467 millions d'euros au Royaume-Uni ou encore 889 millions d'euros aux Pays-Bas). Cette structuration conduit à des économies d'échelle plus limitées, ce qui renchérit les frais supportés par les épargnants pour leurs investissements.

Enfin, les épargnants français demeurent très attachés à la culture du conseil pour gérer leur épargne. La première conséquence de cette caractéristique du marché français est le **faible développement de la gestion passive**, à savoir l'approche qui a vocation à répliquer un indice, sans chercher à « battre le marché » (gestion active). La deuxième conséquence est une **réticence à l'idée de rémunérer l'intermédiaire** pour le conseil reçu, par le biais d'honoraires, conduisant à la **persistance des rétrocessions**. La pratique des rétrocessions consiste à rémunérer le distributeur d'un produit, par exemple un courtier en assurance ou un conseiller en gestion de patrimoine, par le gestionnaire d'un fonds d'investissement en échange de la distribution des parts de son fonds, ce qui rend complexe et peu lisible la tarification pour l'épargnant, et encourage le distributeur à l'orienter vers le produit présentant le plus haut niveau de commissionnement.

17 recommandations pour mieux protéger les épargnants, en retenant 4 axes : encadrement des frais, transparence, adaptation des produits et contrôle des intermédiaires.

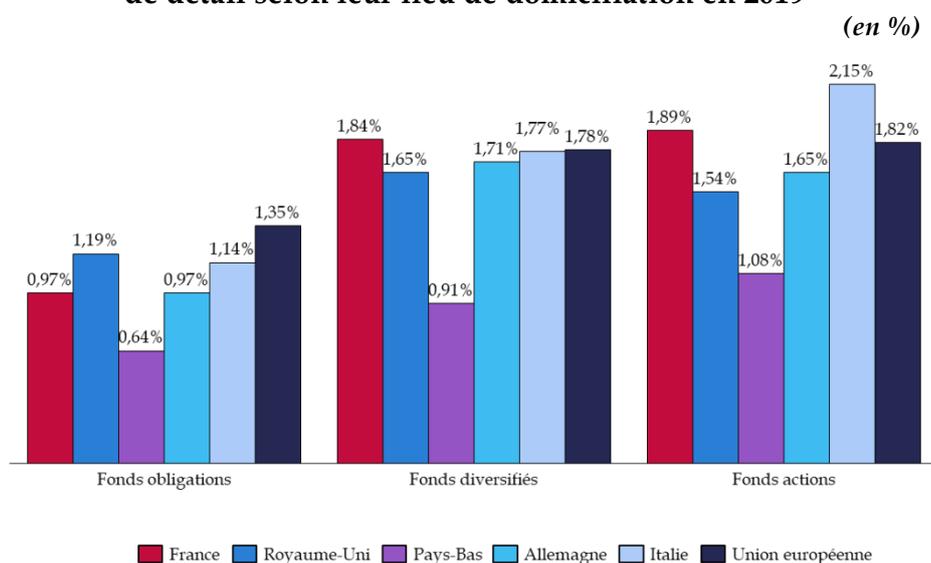
AXE N°1: POURSUIVRE LE PLUS STRICT ENCADREMENT DE CERTAINES CATÉGORIES DE COMMISSIONS

A. LE CONSTAT : UN MARCHÉ DE L'ÉPARGNE DYNAMIQUE, MAIS UNE PERFORMANCE PÉNALISÉE PAR LE NIVEAU DES FRAIS

En dépit de la crise sanitaire, **le marché européen de la gestion de portefeuille est resté très dynamique en 2020**, avec une collecte nette de 660 milliards d'euros. Si l'assurance vie a davantage souffert en 2020, avec une collecte nette négative (- 6,5 milliards d'euros, malgré la progression des supports en unités de compte), le premier trimestre 2021 témoigne d'une vigueur retrouvée (+ 10,9 milliards d'euros).

Pour autant, **le marché de l'épargne français se distingue aussi par l'application de frais de gestion élevés**, qui classe la France dans la moyenne haute du classement européen, en dépit de la tendance baissière observée ces dernières années.

Comparaison des frais¹ des produits d'investissement de détail selon leur lieu de domiciliation en 2019



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données publiées dans le rapport annuel 2019 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne de l'ESMA

Les frais représentés ci-dessus ne correspondent de surcroît qu'à une partie des frais effectivement supportés par l'épargnant : des frais supplémentaires peuvent s'appliquer (frais de courtage, commissions de mouvement), et des frais éventuellement attachés au produit support de l'investissement (frais de versement, de gestion et d'arbitrage pour l'assurance vie par exemple).

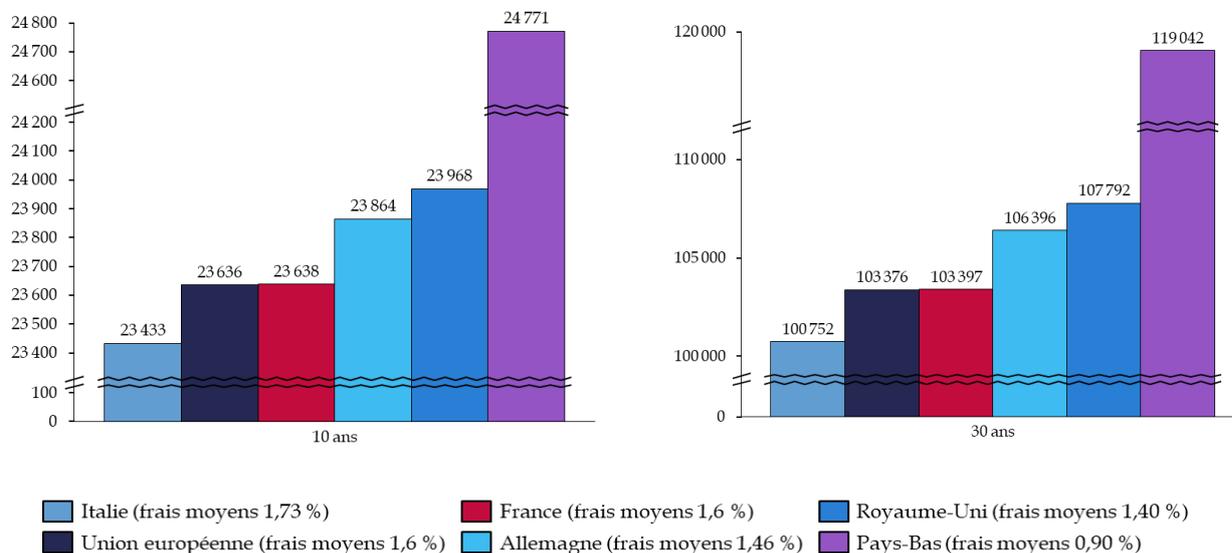
En conséquence, la performance offerte aux épargnants se trouve en partie captée par les frais, en particulier à long terme. Le graphique ci-après représente ainsi, à partir de la moyenne de la performance brute française, le rendement net obtenu à 10 et 30 ans selon les frais moyens par domiciliation, sur la base d'un investissement initial de 5 000 euros et de versements mensuels de 100 euros, dans un portefeuille composite².

¹ En incluant les frais courants, les frais de souscription et les frais de rachat.

² Sur le modèle présenté par l'ESMA : 40 % de fonds actions, 30 % de fonds obligations et 30 % de fonds diversifiés.

Rendement net à 10 ans et 30 ans, frais déduits, d'un portefeuille composite, selon les frais moyens appliqués

(en euros)



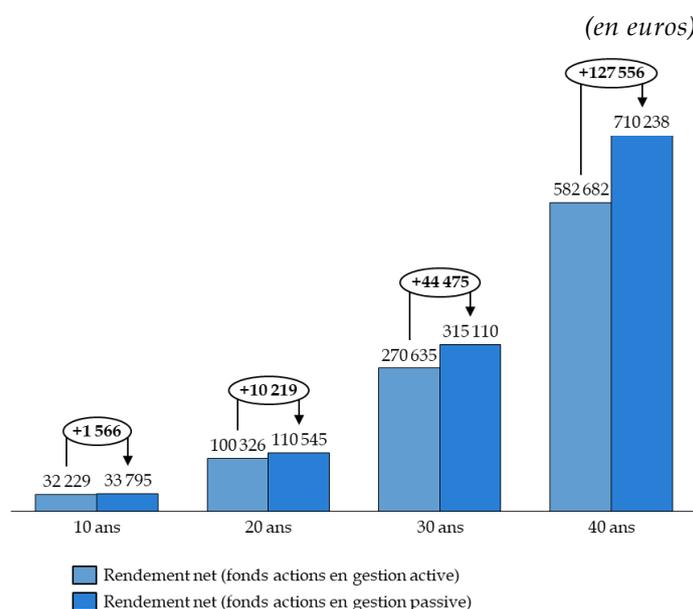
Note de lecture : si la moyenne des frais constatés pour les fonds domiciliés au Pays-Bas s'appliquait à la performance brute du portefeuille composite français, l'épargnant bénéficierait d'un gain net de 1 133 euros à 10 ans et de 15 645 euros à 30 ans.

Source : commission des finances du Sénat, à partir des données publiées dans le rapport annuel 2019 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne de l'ESMA

Dès lors, toute baisse des frais, même de l'ordre de quelques dixièmes de point de pourcentage, se traduirait par un gain de plusieurs milliers d'euros pour les épargnants à long terme.

La divergence est encore plus significative si sont comparés les rendements nets des produits en gestion active et des produits en gestion passive.

Performance nette moyenne, frais courants déduits, des fonds actions selon leur mode de gestion (moyenne Union européenne)



rapport annuel 2019 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne de l'ESMA

B. LES RECOMMANDATIONS: ENCADRER PLUS STRICTEMENT CERTAINES COMMISSIONS ET ACCROÎTRE LA CONVERGENCE RÉGLEMENTAIRE

Si des progrès ont pu être constatés en matière d'encadrement des frais, sous l'influence d'une réglementation européenne devenue plus exigeante, certaines catégories de commissions pourraient être plus strictement encadrées et les divergences réglementaires entre produits réduites. Trois catégories sont visées : les rétrocessions, les commissions de surperformance et les commissions de mouvement.

1. Évaluer, au niveau européen, les effets d'une interdiction des rétrocessions sur les modèles de distribution des produits d'épargne (recommandation n° 1) et aligner les règles d'encadrement des rémunérations des distributeurs d'assurance sur celles applicables aux intermédiaires financiers pour le conseil non indépendant (recommandation n° 4).

La suppression totale des rétrocessions est écartée à court-terme par les rapporteurs. Certes, deux pays européens ont choisi de les supprimer quasiment en totalité, à savoir le Royaume-Uni et les Pays-Bas. Plusieurs arguments plaident en effet pour une évolution de la réglementation : la réduction des conflits d'intérêt inhérents aux rétrocessions et un

accroissement de la compétition entre les distributeurs, au bénéfice des épargnants.

Toutefois, deux raisons justifient le maintien, pour le moment, des rétrocessions en France. D'une part, le conseil indépendant s'accompagne de la **facturation d'honoraires**, un système très peu favorisé par les épargnants français. D'autre part, interdire les rétrocessions dans le cadre des instruments financiers risquerait **d'accroître encore davantage les divergences règlementaires entre ces produits et les produits d'assurance**. La directive dite DDA¹, conserve en effet ces modalités de rémunération pour les acteurs de la distribution d'assurance. Les rapporteurs recommandent donc d'évaluer, au niveau européen, **les effets d'une éventuelle interdiction des rétrocessions**. Ils **préconisent également d'aligner les règles d'encadrement de ces rémunérations** entre distributeurs d'assurance et autres intermédiaires financiers afin de réduire les divergences règlementaires pour le conseil non-indépendant.

2. Interdire les commissions de mouvement (recommandation n° 2).

En interdisant les commissions de mouvement, qui correspondent aux commissions perçues, en plus des frais de transaction, lors d'opérations d'achat ou de vente, les rapporteurs proposent de **mettre fin à une double charge pour les épargnants**. Là-encore, les commissions de mouvement présentent des risques de conflits d'intérêts, avec une incitation à « faire tourner » le portefeuille d'actifs, sans justification économique ou financière. **Le système actuel, de prévention de ces conflits et de sanction des abus, n'est plus suffisant.**

3. Garantir la mise en œuvre de l'encadrement de l'exigibilité des commissions de surperformance avec l'imposition d'une période de calcul de cinq ans glissants et expliciter la méthode de calcul de la commission de surperformance dans les documents remis à l'investisseur (recommandation n° 3).

Facultatives, les commissions de surperformance correspondent concrètement à une part variable des commissions de gestion, perçues par la société de gestion lorsque le fonds dépasse un indice déterminé ou un seuil de déclenchement. Après plusieurs années de discussion, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a publié des orientations afin d'encadrer plus strictement ces frais. Parmi elles figure le rattrapage des performances négatives : **toute sous-performance du fonds sur une période de référence de cinq ans doit avoir été compensée avant que la commission de surperformance ne devienne exigible**. Cette période devrait être de

¹ Directive (UE) 2016/97 du Parlement européen et du Conseil du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances.

cinq ans glissants pour l'ensemble des fonds et quelle que soit la méthode de calcul de la commission de surperformance.

4. Modifier le code des assurances pour y prévoir une définition spécifique de l'arbitrage en assurance vie, ses conditions d'accès, les modalités de conclusion du mandat et obligations des mandataires envers les souscripteurs du contrat (recommandation n° 5).

L'encadrement du **mandat d'arbitrage**, c'est-à-dire la délégation à un tiers de la possibilité de modifier la répartition des différents supports au sein de son contrat, constitue un autre exemple de **divergence réglementaire entre les assureurs (arbitrage des unités de compte) et les sociétés de gestion de portefeuille (SGP)**. Le cadre en vigueur est plus contraignant pour les SGP : l'AMF demande un agrément en tant que prestataire de services d'investissement (PSI) et cette activité est régie par les dispositions de la directive MIF 2¹, qui prévoit notamment l'interdiction des rétrocessions. De telles règles ne s'appliquent pas aux assureurs, alors même que l'AMF et l'ACPR ont alerté sur des pratiques professionnelles hétérogènes, ce qui peut nuire aux épargnants. Une clarification législative est donc nécessaire.

AXE N° 2 : PERMETTRE À L'ÉPARGNANT DE FAIRE UN CHOIX PLUS ÉCLAIRÉ

A. LE CONSTAT : UNE TRANSPARENCE ACCRUE, AU RISQUE DE « NOYER » LES INFORMATIONS

Le dispositif normatif en matière de protection des épargnants s'est étoffé ces dernières années, sous la double impulsion des réglementations nationale et européenne. En particulier, **les règles relatives à la transparence des modalités de rémunération des acteurs du marché et des frais supportés par chaque produit sont devenues de plus en plus exigeantes**. Si le cadre normatif varie selon la nature du produit, la commercialisation de la quasi-totalité des produits d'épargne devra s'accompagner, au 31 décembre 2021, de la remise d'un **document d'informations clés (DIC)** harmonisé. Pour autant, la multiplication des documents réglementés à transmettre aux investisseurs peut rendre difficile, pour ces derniers, de repérer les informations les plus utiles pour eux, et en particulier celles qui retracent l'impact des frais sur le rendement net de leurs produits.

¹ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

B. LES RECOMMANDATIONS : ORIENTER LES ÉPARGNANTS VERS DES PRODUITS PLUS AVANTAGEUX

1. Rendre obligatoire le référencement de produits indiciels à bas coût dans tous les produits d'épargne fiscalement avantageux (recommandation n° 6).

Selon les données transmises par l'AMF à l'issue de ses contrôles, et confirmées dans une étude de la Commission européenne, **les produits indiciels, relevant de la gestion passive, ne sont que très peu proposés aux épargnants par les conseillers ou les distributeurs d'assurance.** Ces produits présentent pourtant des frais beaucoup moins élevés, pour des performances à long-terme équivalentes. Cet effort de référencement et de transparence pourrait en retour **favoriser la distribution de ces produits**, les épargnants étant mieux informés de leur existence, et pouvant s'y diriger soit de manière autonome, soit les demander à leur conseiller. Cette diffusion plus large pourrait ainsi entretenir une **saine compétition** et conduire les gestionnaires de produits relevant de la gestion active à **diminuer les frais pratiqués**, au bénéfice des épargnants.

2. Répondre à un « angle mort » : développer un comparatif des frais moyens d'assurance vie pour connaître son coût complet (recommandation n° 7).

La structure des coûts pour l'épargnant de la souscription d'un contrat d'assurance vie est particulière complexe. Deux catégories de frais se cumulent : (a) les frais afférents à la gestion du contrat par l'assureur et (b) ceux propres au support d'investissement du contrat, dès lors que des unités de compte (UC) sont souscrites. Dans ce contexte, **présenter le coût complet de l'assurance vie à l'épargnant est difficile**, un constat partagé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP). Un comparateur public des frais moyens d'assurance vie trouverait donc toute son utilité. Cette mission pourrait être confiée à l'ACPR.

AXE N° 3 : DÉVELOPPER ET ADAPTER LES PRODUITS EXISTANTS AUX NOUVELLES CONTRAINTES DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE

1. Maintenir la limitation géographique du plan d'épargne en actions (PEA), tout en protégeant l'épargnant en cas d'achat d'une action inéligible (recommandation n° 8).

Après s'être interrogés sur une éventuelle suppression de la limitation géographique du PEA, les rapporteurs ont décidé de proposer de **conserver cet encadrement**, même s'il peut aujourd'hui être contourné. Le PEA, qui constitue le moyen pour l'épargnant de détenir « en direct » des actions, emporte en effet avec lui l'octroi d'un **avantage fiscal**, sous la forme d'une exonération d'impôt sur le revenu sur les dividendes et les plus-values, qui restent soumis aux prélèvements sociaux (17,2 %). Cet avantage fiscal se justifie par la volonté d'orienter l'épargne des Français vers l'économie « réelle » française et européenne.

En revanche, **les gardes fous devraient être renforcés en cas d'acquisition d'une action inéligible au PEA**, pour éviter que les épargnants ne soient contraints de transférer ces actions sur un compte titre ordinaire et perdent l'avantage fiscal escompté de leur investissement. Il conviendrait ainsi d'imposer aux banques de **bloquer automatiquement l'achat par leurs clients d'actions inéligibles au PEA** et, en cas de litiges et de défaut d'information avéré de la part de la banque, **de prévoir un dédommagement au moins partiel de l'épargnant**.

2. Augmenter la taille des fonds fiscaux (recommandation n° 9).

Les fonds fiscaux désignent les fonds permettant d'investir dans des sociétés non cotées en bourse afin de financer leur démarrage, leur développement ou leur transmission. **Ce sont des fonds de capital risque ou de capital investissement**, auxquels sont attachés des avantages fiscaux, contrepartie des aléas plus importants liés à la prise de participations dans ces sociétés (ex. dispositif « Madelin »).

Or, en dépit de « **clauses anti-abus** » introduites en 2014, avec **l'imposition de seuils de souscription**, certains de ces fonds présentent encore des encours très faibles, ce qui entraîne deux difficultés. D'une part, **les économies d'échelle sont moins importantes**, voire inexistantes, avec par conséquent un impact sur les frais facturés aux investisseurs. D'autre part, **les risques sont plus élevés**, un encours trop faible ne permettant ni une diversification optimale du portefeuille, ni un ciblage efficace des cibles d'investissement. Pour atteindre une taille critique et offrir des produits plus efficaces aux épargnants, **les seuils devraient ainsi être rehaussés**, avec, contrepartie, une hausse temporaire du taux de la réduction d'impôt sur le revenu au titre du dispositif Madelin ou « IR-PME », de 25 % à 30 %.

3. Faire évoluer le modèle de l'assurance vie pour accéder à des contrats plus performants, en garantissant une réelle transférabilité des contrats d'assurance vie (recommandations n° 10 et 11).

En 2019, la loi « Pacte »¹ a élargi la possibilité de transférer son contrat d'assurance vie, sans perte de l'antériorité fiscale, au sein du même assureur. Or, des difficultés persistent dans la mise en œuvre de ce transfert, chaque assureur ayant développé sa propre politique d'acceptation des demandes de transfert. Ainsi, les rapporteurs recommandent de **préciser les modalités de transfert pour harmoniser les politiques de traitement des demandes et les automatiser.**

En outre, lors de l'examen de la loi « Pacte », **le Sénat s'était prononcé en faveur d'une transférabilité totale des contrats d'assurance vie, d'un assureur à l'autre**, dès lors que le contrat avait plus de huit ans. Aller plus loin en matière de transférabilité reste nécessaire pour pouvoir bénéficier d'un contrat plus performant, d'autant plus que des mesures permettant de juguler les risques inhérents peuvent être instaurées. Pourraient ainsi être prévus **une condition de détention du contrat d'au moins huit ans avant tout transfert et un plafonnement annuel des sommes pouvant être transférées chez un autre assureur.**

4. Favoriser la migration de l'assurance vie vers les plans d'épargne retraite (PER) pour mieux préparer les départs de la vie active (recommandation n° 12).

La réforme des PER dans le cadre de la loi « Pacte » a permis de considérablement **simplifier le paysage de l'épargne retraite supplémentaire** en France. **La commercialisation de ces PER « nouvelle génération » rencontre un réel succès.**

Les PER présentent par ailleurs des **avantages indéniables pour les épargnants**, avec une **diversification des actifs investis** et des **perspectives de rendement supérieures** à celles pouvant être escomptées dans le cadre de l'assurance vie, en particulier les fonds euros. Il s'agit donc d'un produit particulièrement adapté à l'investissement de très long-terme et à la préparation de la retraite. Dans cette optique, pour encourager la migration de l'assurance vie vers les PER, il est proposé de **proroger au-delà du 1^{er} janvier 2023 le bénéfice de l'incitation fiscale mise en place par la loi « Pacte »** pour encourager le transfert de l'assurance vie vers les PER.

¹ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

5. Développer un produit d'épargne retraite peu coûteux pour l'épargnant et stimuler la concurrence sur ce segment du marché (recommandation n° 13).

Dans le déploiement des PER, ce sont ceux sous forme de contrat d'assurance vie qui ont conquis le marché, au détriment des PER sous forme de compte-titres et ouverts auprès d'un gestionnaire d'actifs. Plusieurs raisons expliquent la **domination des PER assurance vie** : les habitudes des réseaux de distribution, la présence historique des assureurs sur le marché des PER individuels, la fiscalité avantageuse en cas de décès, la possibilité de souscrire des garanties complémentaires. Pourtant, **les PER compte-titres ont aussi des atouts à faire valoir auprès des épargnants, dont la diversification des supports d'investissement et des frais moins élevés.**

La « **cécité fiscale** » dont font preuve les épargnants les rend moins sensibles au niveau de frais. Certes, l'essor des PER pourrait à terme se traduire par une **compétition accrue entre les acteurs** et la diminution des frais. Les rapporteurs proposent de l'encourager en **développant un PER dont la gestion serait peu chargée en frais, afin d'optimiser le rendement servi, et reposerait sur des fonds indiciels** (gestion passive). Sa gestion serait assurée par une entité publique non lucrative, sur le modèle du « NEST » britannique, fonds de pension public.

AXE N° 4 : ACCENTUER LE CONTRÔLE DES ACTEURS DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE

A. LE CONSTAT : UN DISPOSITIF DE SUPERVISION EXIGEANT, CAPABLE DE S'ADAPTER AUX NOUVEAUX PRODUITS

La France a su construire un dispositif de supervision à la fois rigoureux dans sa volonté de mieux protéger les épargnants et suffisamment flexible pour s'adapter aux évolutions du marché :

1. d'une part, les **pouvoirs de blocage et de sanction de l'AMF et de l'ACPR**, qui se coordonnent également au sein d'un pôle commun, ont été renforcés : suivi des signalements, publication de listes blanches et de listes noires des acteurs du marché de l'épargne, veille publicitaire, programme annuel de contrôle et enquêtes sur les manquements ;

2. d'autre part, les **règlementations et les outils de supervision sont régulièrement actualisés pour s'adapter aux nouveaux produits** : cryptoactifs, investissement participatif, détection des nouvelles formes d'arnaque, constitution d'une « *task-force* » durant la crise sanitaire.

B. LES RECOMMANDATIONS : POURSUIVRE LES EFFORTS DANS LE CONTRÔLE DES INTERMÉDIAIRES

Pour **poursuivre ces efforts, qui ont porté leurs fruits, quatre propositions sont avancées :**

1. Confier à l'Orias le contrôle de l'honorabilité des dirigeants et des salariés des intermédiaires immatriculés auprès de ce registre (recommandation n° 14).

Pour pouvoir s'immatriculer auprès de **l'organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance** (Orias), les intermédiaires doivent respecter, parmi d'autres critères, des **conditions d'honorabilité**, contrôlée par le biais du **casier judiciaire national** du dirigeant. Ce contrôle ne s'applique pas aux salariés des intermédiaires, dont l'honorabilité, attestée jusqu'ici par l'employeur, sera désormais contrôlée par les associations professionnelles de ces intermédiaires, une modalité toutefois moins exigeante que celle impliquant l'Orias.

2. Imposer un contrôle régulier des associations de conseillers en investissements financiers agréées par l'AMF (recommandation n° 15).

Le contrôle des conseillers en investissements financiers (CIF) s'appuie sur un **système de co-régulation impliquant l'AMF et les associations professionnelles de CIF agréées**. Pour que ce système fonctionne, et pour **écarter toute suspicion de conflit d'intérêt ou de complaisance** des associations professionnelles envers leurs membres, il convient de s'assurer qu'elles remplissent correctement leur rôle. C'est d'autant plus important que **l'AMF transmet désormais des signalements aux associations**, afin qu'elles contrôlent les CIF présentant des risques modérés. Si l'AMF a inscrit dans son programme de contrôle 2021 **les associations de CIF, ce contrôle ponctuel doit laisser la place à un contrôle régulier** (la moitié des associations tous les ans), avec **un bilan spécifique du suivi des signalements transmis par l'AMF**.

3. Étendre le champ d'intervention de l'AMF au contrôle des investissements défiscalisés dans le logement locatif, notamment en matière de publicité (recommandation n° 16).

Dispositif actuellement le plus déployé, la réduction d'impôt sur le revenu « **Pinel** » vise en particulier à encourager l'investissement dans l'immobilier locatif intermédiaire. Ce type d'investissement n'est pas sans **risque**, un aspect pourtant encore trop négligé par les épargnants, qui se focalisent sur la dépense fiscale. C'est également un domaine propice aux offres frauduleuses ou qui induisent en erreur l'investisseur sur le rendement net espéré et sur son coût potentiel. Il est donc proposé d'**étendre le champ de compétence de l'AMF au contrôle des investissements défiscalisés dans le logement locatif**. Pour remplir cette nouvelle mission de

supervision, le régulateur s'appuierait sur les outils par exemple développés en matière de contrôle des biens divers ou atypiques : veille publicitaire, établissement d'une liste noire des intermédiaires, blocage des sites frauduleux...

4. Renforcer l'encadrement des cagnottes en ligne au regard de la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (recommandation n° 17).

En 2020, près de **630 millions d'euros ont été collectés par le biais du financement participatif**, auprès d'1,2 million de personnes. C'est quatre fois plus qu'en 2015, première année de pleine application de la réglementation française dans ce domaine. Pourtant, au gré des ambiguïtés réglementaires et de statut, **tous les intermédiaires en investissement participatif ne sont pas soumis aux mêmes exigences au regard de la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (LBC-FT)**. Le risque représenté par ces intermédiaires, jugé élevé par le Conseil d'orientation de la LBC-FT, justifie donc **une obligation annuelle de reporting auprès de l'ACPR pour l'ensemble des acteurs du financement participatif**. Ce dispositif, qui imposerait de nouvelles contraintes à des acteurs de taille parfois très modeste, serait évalué au bout de trois ans.

LES PRINCIPALES RECOMMANDATIONS DES RAPPORTEURS

17 RECOMMANDATIONS POUR OFFRIR UN MEILLEUR ACCOMPAGNEMENT AUX ÉPARGNANTS ET LEUR PERMETTRE DE PROFITER PLEINEMENT DES RENDEMENTS PERFORMANTS

Axe n° 1 : poursuivre le plus strict encadrement de certaines catégories de commissions

Recommandation n° 1 : évaluer, au niveau européen, les effets d'une interdiction des rétrocessions sur les modèles de distribution des produits d'épargne avant d'envisager une modification des directives du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, dite directive « MIF 2 », et du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances, dite directive « DDA ».

Niveau d'intervention : évaluation sous l'égide de l'Autorité européenne des marchés financiers et de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, et réglementation européenne.

Recommandation n° 2 : interdire les commissions de mouvement pour mettre fin à une double charge pour les épargnants.

Niveau d'intervention : réglementation de l'Autorité des marchés financiers.

Recommandation n° 3 : garantir la mise en œuvre de l'encadrement de l'exigibilité des commissions de surperformance avec l'imposition d'une période de calcul de cinq ans glissants et expliciter la méthode de calcul de la commission de surperformance dans les documents remis à l'investisseur.

Niveau d'intervention : réglementation européenne et réglementation de l'Autorité des marchés financiers.

Recommandation n° 4 : aligner les règles d'encadrement des rémunérations des distributeurs d'assurance sur celles applicables aux intermédiaires financiers afin de réduire les divergences réglementaires pour le conseil non-indépendant.

Niveau d'intervention : réglementation européenne.

Recommandation n° 5 : modifier le code des assurances pour y prévoir une définition spécifique de l'arbitrage en assurance vie - conditions d'accès, modalités de conclusion du mandat, obligations des mandataires envers les souscripteurs du mandat - afin de protéger les épargnants de pratiques hétérogènes entre les intermédiaires exerçant un mandat d'arbitrage en assurance vie.

Niveau d'intervention : législatif.

Axe n° 2 : permettre à l'épargnant de faire un choix plus éclairé

Recommandation n° 6 : rendre obligatoire le référencement des produits indiciaires à bas coût dans tous les produits d'épargne fiscalement avantageés, afin de favoriser leur distribution et la baisse des frais supportés par les épargnants.

Niveau d'intervention : Autorité des marchés financiers et Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

Recommandation n° 7 : publier, à échéance régulière, un comparatif des frais moyens d'assurance vie afin d'informer les épargnants sur le « coût complet » de ce produit.

Niveau d'intervention : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

Axe n° 3 : développer et adapter les produits existants aux nouvelles contraintes du marché de l'épargne

Recommandation n° 8 : maintenir la limitation géographique du plan d'épargne en actions (PEA) et imposer aux banques de bloquer automatiquement l'achat par leurs clients d'actions inéligibles au PEA. En cas de litige, prévoir un dédommagement au moins partiel des épargnants en cas de défaut d'information avéré de la part de l'établissement bancaire.

Niveau d'intervention : réglementation de l'Autorité des marchés financiers.

Recommandation n° 9 : rehausser les seuils de taille critique devant être atteints par les fonds fiscaux pour être agréés afin d'offrir aux épargnants des produits plus efficaces en termes de rapport coût/rendement/risque. En contrepartie, rehausser de manière temporaire le taux de la réduction d'impôt sur le revenu au titre du dispositif Madelin de 25 % à 30 %.

Niveau d'intervention : législatif et réglementaire.

Recommandation n° 10 : afin de garantir une réelle transférabilité des contrats d'assurance vie, préciser les modalités de transfert pour harmoniser les politiques de traitement des demandes et garantir la possibilité à l'épargnant qui remplit les conditions de ce transfert de pouvoir le faire.

Niveau d'intervention : législatif et réglementaire.

Recommandation n° 11 : assurer une transférabilité totale des contrats d'assurance vie, sous réserve d'introduire des mesures permettant de juguler les risques inhérents. Deux conditions seraient ainsi prévues : une durée de détention minimale du contrat de huit ans avant tout transfert et un plafonnement annuel des sommes pouvant être transférées chez un autre assureur.

Niveau d'intervention : législatif.

Recommandation n° 12 : poursuivre la migration de l'assurance vie vers les produits d'épargne retraite pour inciter les épargnants à préparer au mieux les départs de la vie active. Pour encourager cette migration, proroger au-delà du 1^{er} janvier 2023 le bénéfice de l'incitation fiscale mise en place par la loi « Pacte » pour transférer les sommes investies dans un contrat d'assurance vie vers un plan d'épargne retraite.

Niveau d'intervention : législatif.

Recommandation n° 13 : pour stimuler la concurrence sur le marché des plans d'épargne retraite et proposer un produit accessible à tous les épargnants, mettre en place un dispositif public facultatif de plan d'épargne retraite dont le fonctionnement ne reposera que sur la gestion passive.

Niveau d'intervention : législatif et réglementaire.

Axe n° 4 : accentuer le contrôle des acteurs du marché de l'épargne

Recommandation n° 14 : confier à l'organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance (Orias) le contrôle de l'honorabilité des dirigeants et des salariés des intermédiaires ayant l'obligation de s'immatriculer auprès ce registre.

Niveau d'intervention : législatif et réglementaire.

Recommandation n° 15 : contrôler régulièrement les associations professionnelles agréées de conseillers en investissements financiers, par moitié tous les ans. Inclure dans ce bilan une évaluation du suivi des signalements adressés par l'Autorité des marchés financiers à ces associations.

Niveau d'intervention : Autorité des marchés financiers.

Recommandation n° 16 : étendre le champ d'intervention de l'Autorité des marchés financiers à la supervision et au contrôle des investissements défiscalisés dans le logement locatif, avec notamment un contrôle de la publicité et des intermédiaires.

Niveau d'intervention : Autorité des marchés financiers.

Recommandation n° 17 : soumettre l'ensemble des acteurs du financement participatif à une obligation annuelle de *reporting* auprès de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) avec description de la nature des activités, de la gouvernance et de l'organisation. Évaluer après trois ans les apports, les difficultés et les évolutions souhaitables à apporter à ce dispositif de *reporting* systématique.

Niveau d'intervention : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

PREMIÈRE PARTIE

DES ÉPARGNANTS PÉNALISÉS PAR UN FONCTIONNEMENT PEU OPTIMAL DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE

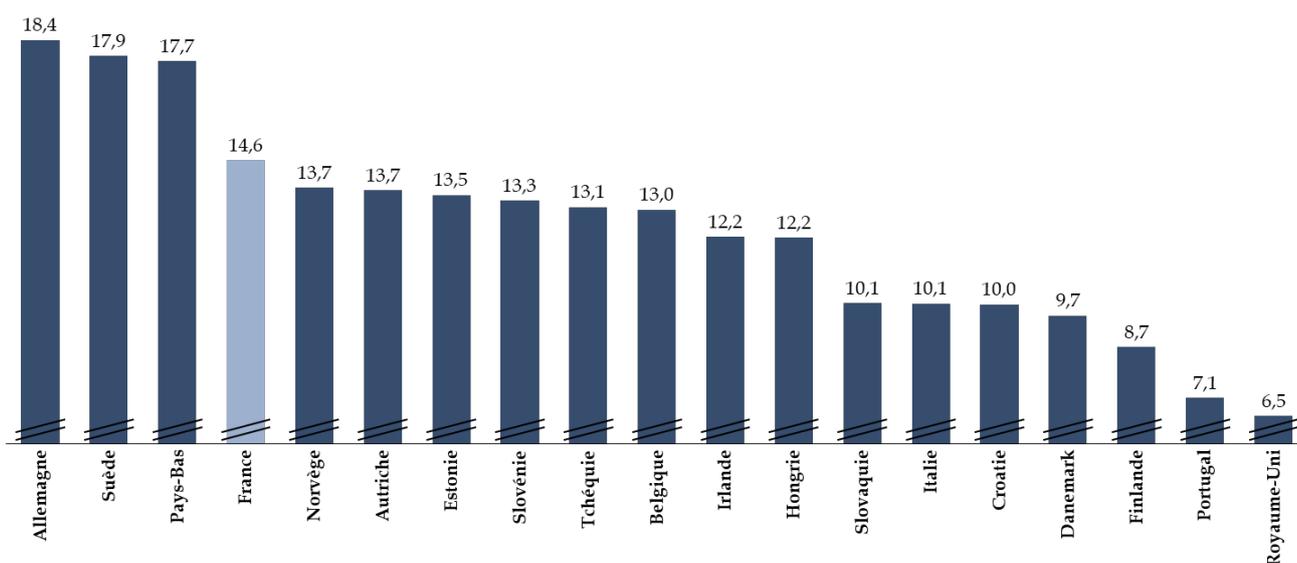
La protection des épargnants s'impose aujourd'hui comme un sujet d'actualité à double titre :

- le contexte de taux obligataires faibles, accompagné de la hausse de l'inflation, se traduit par la baisse des rendements réels des produits d'épargne les plus sécurisés, lesquels sont pourtant privilégiés par de nombreux épargnants français pour qui la garantie du capital prime sur la performance. Pour certains d'entre eux, c'est un encouragement à s'orienter vers des produits plus risqués, que ces produits soient ou non adaptés à leur profil et à leurs besoins ;

- la crise sanitaire et économique a amplifié une dynamique ancienne, celle d'un marché français caractérisé par un taux d'épargne des ménages parmi les plus élevés d'Europe. Avec les confinements successifs et les restrictions administratives visant à limiter la propagation de l'épidémie, cette période s'est traduite par la constitution d'une « épargne forcée », remplacée voire complétée d'une « épargne de précaution » avec la sortie de la crise et ses incertitudes.

Comparaison européenne du taux d'épargne des ménages en 2019

(en pourcentage du revenu disponible brut)



Le taux d'épargne des ménages a atteint 21,4 % en 2020, son plus haut historique depuis la deuxième guerre mondiale. Cette augmentation de 50 % correspond à une « sur-épargne » de 115 milliards d'euros¹. Ce sont les dépôts transférables et les placements à vue qui ont le plus bénéficié de ce flux d'épargne, soit des produits dont les rendements sont très faibles voire inexistantes.

En période de reprise, mobiliser cette épargne est capital pour l'économie française. Encore faut-il cependant que les épargnants aient confiance dans les produits proposés et puissent bénéficier au mieux des fruits de leur épargne. Or, le marché français continue de présenter des dysfonctionnements, qui pénalisent en tout premier lieu ces épargnants.

¹ Autorité des marchés financiers, « [Cartographie 2021 des marchés et des risques](#) » (juillet 2021).

I. FACE AU DOUBLE ENJEU DES PRODUITS RISQUÉS ET D'UNE PROTECTION INSUFFISANTE DES ÉPARGNANTS, L'ARSENAL NORMATIF NATIONAL ET EUROPÉEN S'EST ÉTOFFÉ CES DERNIÈRES ANNÉES

A. UNE NÉCESSITÉ : RÉPONDRE À UN CONTEXTE DE FAIBLESSE DES TAUX OBLIGATAIRES ET D'INCITATION ACCRUE POUR LES PRODUITS D'ÉPARGNE RISQUÉS

La persistance d'un environnement de taux bas depuis plusieurs années a contribué à **renouveler les fondamentaux du marché de l'épargne**.

Taux de l'OAT¹ à 10 ans depuis 1990

(en pourcentage)



N.B : les données correspondent à des moyennes mensuelles de janvier 1990 à août 2021.

Source : commission des finances du Sénat à partir des données de la Banque de France

Ses causes résident à la fois dans des **facteurs structurels**, tels que le vieillissement de la population, l'excès d'épargne au niveau mondial lui-même alimenté par l'allongement de la durée de vie et des inégalités, le ralentissement de la productivité et la baisse de la demande, et

¹ Obligation assimilable du Trésor.

conjuncturels - avec notamment la mise en œuvre de politiques monétaires accommodantes¹.

Les travaux conduits par les rapporteurs ont donc été motivés par le constat selon lequel la baisse des taux d'intérêt emportait **deux conséquences majeures** pour les épargnants :

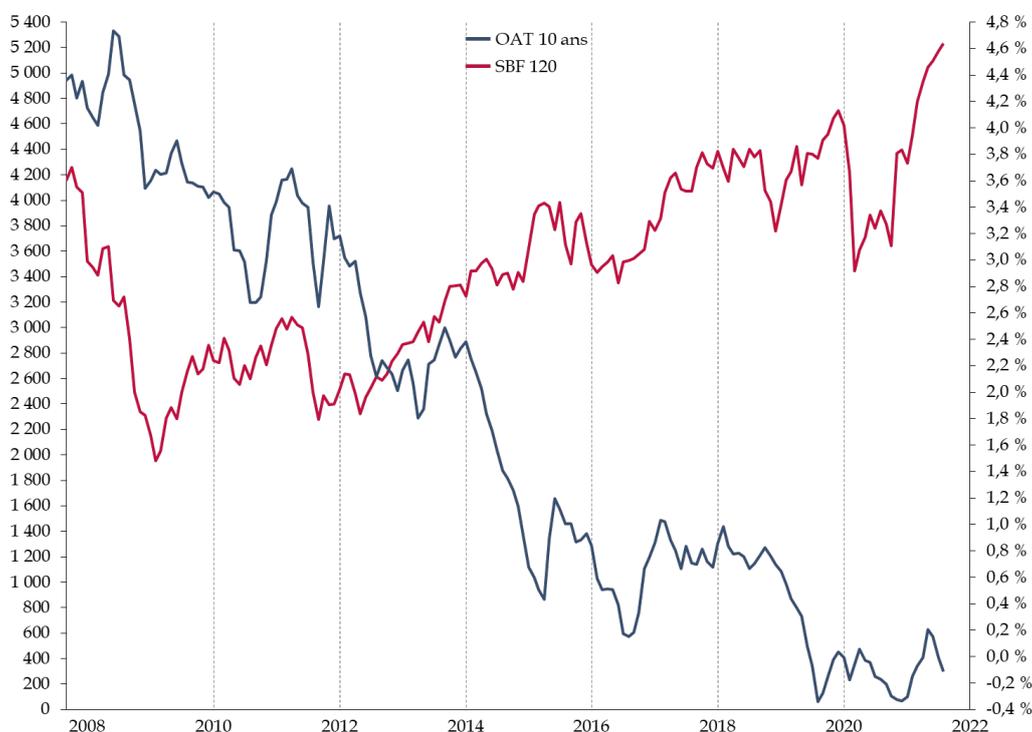
- d'une part, **la baisse du rendement rend les épargnants plus sensibles au niveau de frais pratiqués**, une préoccupation renforcée par la hausse de l'inflation ;

- d'autre part, la baisse du rendement des produits peu risqués et liquides est de nature à **rendre les produits plus risqués davantage attractifs**, avec la promesse d'une meilleure rémunération de l'investissement réalisé.

Ainsi, comme le montre le graphique ci-après, une corrélation peut être établie entre la baisse du rendement des obligations, notamment souveraines, et la valorisation des marchés d'actions.

Évolution des taux souverains français et de l'indice SBF 120

(en points et en pourcentage)



N.B : le SBF 120 est un indice boursier, déterminé à partir des cours du CAC 40 et de 80 autres principales capitalisations boursières de la place de Paris.

Source : commission des finances

¹ Pour une information plus détaillée sur le sujet, le lecteur est par exemple invité à se reporter à la note du Conseil d'analyse économique (CAE), « [Taux d'intérêt très bas : symptôme et opportunité](#) », n° 36, décembre 2016.

Par conséquent, **la qualité de l'information des épargnants sur ces deux dimensions constitue un nouvel enjeu de la protection des épargnants**, enjeu dont se sont emparées les autorités nationales de supervision au cours des dernières années.

B. LA RÉPONSE : UNE PROTECTION NORMATIVE ÉTOFFÉE, Y COMPRIS SUR LES NOUVEAUX SEGMENTS DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE

1. Information de la clientèle et devoir de conseil : les conditions d'un choix éclairé

Si, avant les années 2000, il appartenait à chaque État de fixer ses propres règles pour définir les méthodes de calcul des frais des produits d'épargne et pour encadrer la rémunération des acteurs du marché, le **développement d'une réglementation européenne** de plus en plus exigeante a permis, d'une part, d'**harmoniser les règles en vigueur** pour éviter le « tourisme réglementaire », et, d'autre part, d'**accroître la transparence sur les frais et la performance des produits d'épargne**, au bénéfice des épargnants.

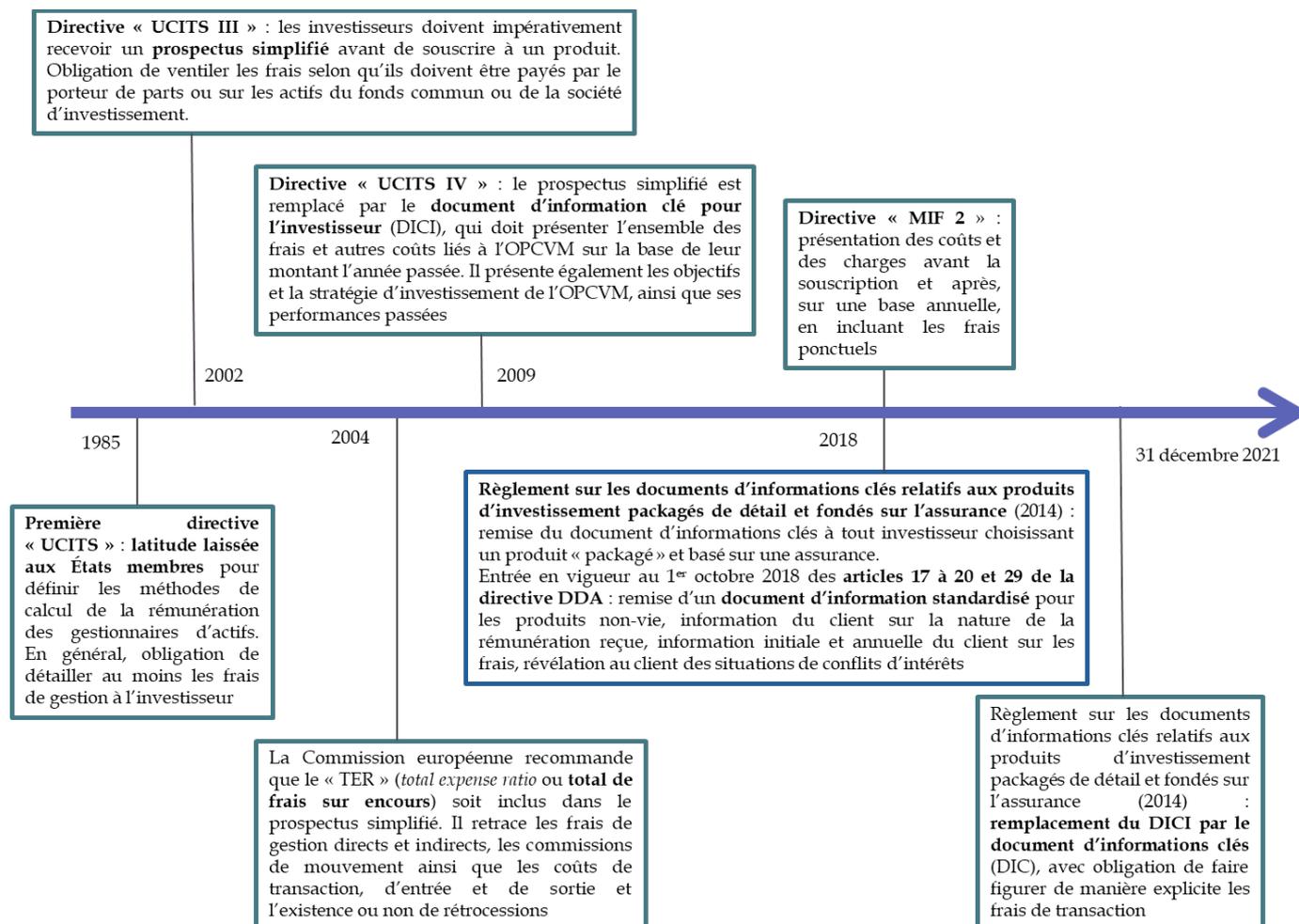
Deux corpus normatifs sont à distinguer, selon qu'ils s'appliquent à la fourniture d'un service de gestion de portefeuille et à la distribution d'instruments financiers « en direct » (**directives « UCITS »¹ et « MIF 2 »²**) ou aux contrats d'assurance vie (**directive dite « DDA »³**).

¹ La plus récente est la [directive 2014/91/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions.

² [Directive 2014/65/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/Union européenne.

³ [Directive \(UE\) 2016/97](#) du Parlement européen et du Conseil du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances.

Évolution de la réglementation européenne en matière d'information sur les frais et la performance

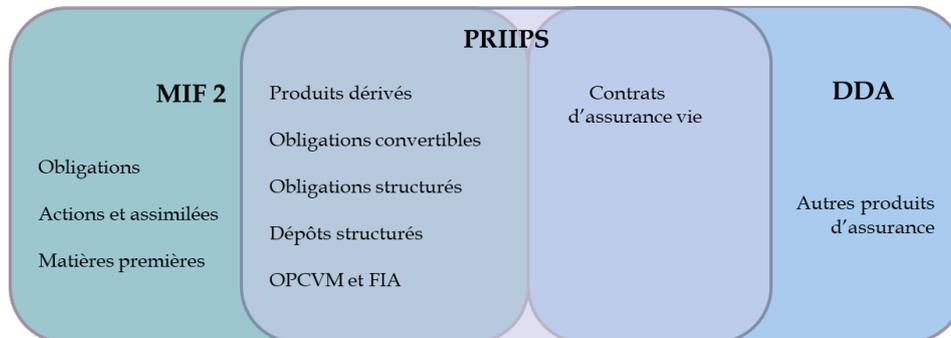


Source : commission des finances, d'après les textes européens

Le **document d'informations clés (DIC)**, prévu par le règlement PRIIPS¹, constitue toutefois un premier pas vers une **harmonisation** de la documentation remise aux épargnants, avec la **volonté d'appliquer des règles identiques pour l'information précontractuelle de produits financiers « substituables »**.

¹ [Règlement \(UE\) no 1286/2014](#) du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

Application de la réglementation européenne en matière d'information de la clientèle selon les produits



Source : commission des finances, d'après les textes européens

Le DIC s'impose ainsi aux produits dits « packagés » et basés sur une assurance¹ depuis le mois de janvier 2018, et s'imposera aux fonds communs de placement et aux sociétés d'investissement à capital variable à compter du 31 décembre 2021.

Le document d'informations clés (DIC)

Imposé dans le cadre du règlement européen sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (dit règlement « PRIIPS »)², le DIC doit être remis le plus tôt possible au futur investisseur par la personne qui délivre un conseil ou propose le produit. En trois pages, il doit répondre aux sept questions suivantes :

1. En quoi consiste ce produit ? Description de ses caractéristiques, de ses objectifs, de sa durée de vie et de l'investisseur type auquel il est destiné ;
2. Quels sont les risques et qu'est-ce que cela pourra me rapporter ? Présentation d'un indicateur de risque (1 à 7), de la perte maximale possible de capital investi et de quatre scénarios de performance ;
3. Que se passe-t-il si le producteur n'est pas en mesure d'effectuer les versements ? Description du système d'indemnisation des investisseurs ou de garantie ;
4. Que va me coûter cet investissement ? Présentation des frais du produit, avec les coûts directs et les coûts indirects pour l'investisseur de détail, y compris les coûts uniques et les coûts récurrents, ainsi que le coût total agrégé en termes monétaires et en pourcentage, pour montrer les effets cumulés du coût total sur l'investissement ;

¹ À savoir des produits qui permettent d'investisseur sur des actifs (actions, obligations, immobilier, etc.), dont la valeur fluctue et que l'investisseur n'achète pas directement. Sont inclus les contrats d'assurance vie en unités de compte.

² [Règlement \(UE\) no 1286/2014](#) du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

5. Combien de temps dois-je le conserver et puis-je retirer de l'argent de façon anticipée ? Indication de la période de détention recommandée et minimale, informations sur les conséquences des retraits anticipés ;

6. Comment puis-je formuler une réclamation ?

7. Quelles sont les autres informations pertinentes ? Indication de tout document d'information supplémentaire devant être fourni à l'investisseur de détail, en excluant la documentation commerciale.

Source : article 8 du règlement (UE) no 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance

S'agissant de l'assurance vie, la qualité de l'information délivrée aux épargnants et la transparence des frais pratiqués ont constitué un enjeu majeur des débats parlementaires lors de l'examen du projet de loi relative à la croissance et à la transformation des entreprises, dite « Pacte »¹, le Parlement ayant significativement contribué à l'enrichissement des dispositions adoptées.

En effet, si l'article 29 de la directive dite « DDA » prévoit déjà que des informations appropriées sur tous les coûts et les frais liés sont fournies avant la souscription du contrat, l'article 72 de la loi dite « Pacte » a précisé les exigences en la matière.

Avant la souscription du contrat, pour ceux dont les garanties sont exprimées en unités de compte, l'assureur ou l'intermédiaire d'assurance doit désormais communiquer une information détaillée précisant « *pour chaque unité de compte, la performance brute de frais, la performance nette de frais et les frais prélevés* », ainsi que « *les éventuelles rétrocessions de commission perçues au titre de la gestion financière des actifs représentatifs des engagements exprimés en unités de compte* »².

En outre, **l'information annuelle du souscripteur du contrat a également été enrichie**. Ainsi, l'assureur doit désormais communiquer chaque année, pour les contrats en unités de compte, les frais prélevés au titre de chaque unité de compte, les frais supportés par l'actif sous-jacent, et les éventuelles rétrocessions de commission³.

Plus généralement, s'il convient de se féliciter de ces **efforts de transparence**, les informations transmises aux clients sont aussi de plus en plus nombreuses, **au risque d'accroître la confusion des épargnants les moins avertis**. La diffusion de documents synthétiques n'a semble-t-il pourtant pas permis de totalement remédier à cette difficulté.

¹ [Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.](#)

² [Article L. 522-5 du code des assurances.](#)

³ [Article L. 132-22 du code des assurances.](#)

Dans une étude d'opinion sur la lisibilité de l'information des frais¹ commandée par l'AMF au CSA en mai 2020, la plupart des personnes interrogées ont indiqué qu'elles avaient encore des difficultés à bien comprendre l'impact réel des frais sur le rendement de leurs placements. Pourtant, l'article 24 de la directive MIF 2 avait introduit de nouvelles exigences dans ce domaine pour les produits financiers : « *les informations relatives à l'ensemble des coûts et frais, y compris les coûts et frais liés au service d'investissement et à l'instrument financier, qui ne sont pas causés par la survenance d'un risque du marché sous-jacent, sont totalisées afin de permettre au client de saisir le coût total, ainsi que l'effet cumulé sur le retour sur investissement, et, si le client le demande une ventilation par poste est fournie. Le cas échéant, ces informations sont fournies au client régulièrement, au minimum chaque année, pendant la durée de vie de l'investissement.* »

Le devoir de conseil est dès lors primordial. Cette expression, forgée par voie jurisprudentielle en France, a trouvé une traduction au sein des textes européens. L'article 20 de la directive DDA prévoit ainsi trois modalités de conseils :

- premier niveau (obligatoire) : tout contrat conseillé est cohérent avec les besoins et les exigences du client ;

- deuxième niveau (facultatif) : service de recommandation personnalisée consistant à expliquer à l'épargnant pourquoi, parmi plusieurs options, un ou plusieurs contrats lui correspondent « le mieux » ;

- troisième niveau (facultatif) : l'intermédiaire peut se prévaloir de fournir son service de recommandation sur la base d'une analyse impartiale d'un nombre suffisant de contrats offerts sur le marché.

Une telle architecture n'existe pas pour les instruments financiers, pour lesquels la réglementation, à rebours de ce qui peut être observé en matière de rémunérations ou de transparence des frais, est moins exigeante que celle applicable aux produits d'assurance. **Le conseil en investissement est en effet un service facultatif**, tandis que la commercialisation d'un produit d'assurance suppose nécessairement une obligation de conseil de la part du professionnel.

¹ « [La lisibilité de l'information sur les frais liés aux placements financiers. Etude qualitative de CSA pour l'AMF](#) », mai 2020.

Au sein du règlement général de l'AMF¹, c'est la section 2 du chapitre V consacré aux conseillers en investissements financiers (CIF) définit **les obligations qui s'appliquent aux CIF vis-à-vis de leur clientèle lorsqu'ils fournissent un conseil en investissement** : connaissance du client et adéquation de la prestation de conseil à son profil, abstention de tout conseil lorsqu'aucun service ou instrument n'est adéquat et formalisation du conseil d'investissement dans une déclaration d'adéquation écrite.

La déclaration d'adéquation

Aux termes du 9° de l'article L. 541-8-1 du code monétaire et financier, la déclaration d'adéquation doit justifier les différentes propositions, leurs avantages et les risques qu'elles comportent en fonction de l'expérience de leurs clients en matière d'investissement, de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement.

Dans ce contexte, **permettre aux épargnants de faire un choix éclairé et les informer sur les produits au ratio coût/performance le plus avantageux**, sans ajouter de complexité, a constitué l'un des axes principaux de travail pour les rapporteurs.

2. Le développement de dispositifs d'alerte et de supervision

Deux régulateurs sont compétents pour la supervision du marché de l'épargne : l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Elles disposent chacune de compétences propres pour contrôler les acteurs du marché, faire appliquer les réglementations nationales et européennes et, le cas échéant, sanctionner les manquements. **Elles se coordonnent également au sein d'un pôle commun** et jouent donc un rôle majeur pour protéger les particuliers des offres frauduleuses, d'autant que les pertes pour les épargnants ont été estimées à au moins un milliard d'euros sur la période allant 1^{er} juillet 2017 au 30 juin 2019².

¹ [Règlement général de l'Autorité des marchés financiers en vigueur au 23 septembre 2021.](#)

² [Données transmises dans le cadre d'une conférence de presse organisée le 17 septembre 2019 par l'Autorité des marchés financiers, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et le Parquet du tribunal de grande instance de Paris. Ce chiffre provient d'une évaluation de la direction des enquêtes de l'AMF après une enquête menée sur 10 sites internet non autorisés.](#)

a) Un programme annuel de contrôle

L'AMF et l'ACPR définissent chaque année un **programme de contrôle**, avec des visites sur place des intermédiaires régulés et le ciblage de plusieurs thèmes présentant des risques particuliers (ex. distribution de produits atypiques, respect des obligations relatives à l'information de la clientèle, commercialisation des contrats d'assurance vie dans un contexte de taux bas). Certains sujets, tel le **contrôle mené par l'AMF en 2021 sur le respect de la réglementation sur les frais par les sociétés de gestion de portefeuille**, s'inscrivent dans un **cadre européen**, à partir des priorités définies par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA - *European Securities and Markets Authority*).

b) Des pouvoirs de blocage et de sanction

La loi Sapin II¹ a permis à l'AMF de bloquer l'accès aux sites internet des prestataires de services d'investissement illégaux². En pratique, si le président de l'AMF devait auparavant assigner les hébergeurs pour obtenir la fermeture du site, il leur envoie désormais une mise en demeure et, en cas d'inobservation, il saisit le président du tribunal judiciaire de Paris pour solliciter le blocage des sites. Une procédure spécifique a de surcroît été prévue pour **bloquer les « sites de contournement »**, à savoir les sites qui, après la décision de blocage, sont créés pour reprendre les offres frauduleuses.

C'est également dans le cadre de la loi Sapin II que **la publicité par voie électronique de certains instruments financiers hautement spéculatifs et risqués³ a été interdite**. Cette mesure avait permis de nettement diminuer les signalements reçus pour des offres frauduleuses sur le Forex⁴ ou les produits binaires. Les deux régulateurs ont de manière plus générale **renforcé leur veille sur les publicités**, en échangeant régulièrement des informations afin de suivre les pratiques de communication, dans les médias traditionnels comme numériques. Ce travail de veille se poursuit sur les sites internet des assujettis.

¹ [Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.](#)

² [Article L. 621-13-5 du code monétaire et financier.](#)

³ Il s'agit des produits définis à l'[article L. 533-12-7 du code monétaire et financier](#). Ce sont des produits non admis aux négociations sur un marché réglementé, relevant de l'une des catégories de contrats définies par le règlement général de l'AMF et présentant l'une des caractéristiques suivantes : un risque maximal inconnu au moment de la souscription, un risque de perte supérieur au montant de l'apport financier initial, un risque de perte par rapport aux éventuels avantages correspondants non raisonnablement compréhensible au regard de la nature particulière du contrat financier proposé.

⁴ Foreign Exchange, marché non régulé sur lequel s'échangent les monnaies du monde entier.

En parallèle, l'AMF et l'ACPR publient et actualisent très régulièrement des listes blanches et des listes noires d'intermédiaires, que ce soit pour les biens divers, pour les cryptoactifs ou encore pour les produits interdits à la commercialisation en France (options binaires, CFD [*contracts for difference*¹] les plus risqués, dont les CFD sur cryptoactifs, etc.). Ces listes sont complétées de tableaux recensant les alertes en matière d'usurpation d'identité. En 2020, ce sont plus de 1 000 noms de sites ou entités douteux proposant des crédits, livrets, paiements et assurances qui ont été ajoutés par l'ACPR. Ils complètent ainsi les 1 000 noms précédemment inscrits par l'ACPR et l'AMF au titre de leur coopération sur la détection de plateformes proposant des produits interdits à la commercialisation en France. Au total, fin 2020, 560 usurpations d'identité ont été relevées et plus de 2 400 noms de sites ou d'acteurs frauduleux ou douteux sont recensés sur les listes noires, soit deux fois plus qu'en 2019².

Enfin, chaque autorité dispose d'un service d'enquêtes et d'une commission des sanctions, qui peut prononcer des sanctions³ à l'encontre des intermédiaires relevant de leur champ de compétences. En 2020, 23 sanctions pécuniaires et 12 sanctions disciplinaires ont été prononcées par la commission des sanctions de l'AMF, dont respectivement 10 et 12 en matière de respect des obligations professionnelles à l'égard de la clientèle. 5 sanctions ont été prononcées par la commission des sanctions de l'ACPR, dont 2 relatives à la protection de la clientèle.

3. L'adaptation de la réglementation et des instruments de supervision aux nouveaux produits

Les pouvoirs de supervision et les instruments mobilisés à cet effet par l'AMF et, dans une moindre mesure, par l'ACPR, ont été mis au service d'un meilleur encadrement des produits innovants et/ou plus risqués.

La loi Pacte⁴ a par exemple étendu le pouvoir de blocage de l'accès aux sites internet par l'AMF aux offres de financement participatif par des personnes ne disposant pas de la qualification de conseillers en investissement participatif (CIP) ou de prestataires en services d'investissement (PSI), aux offres de biens divers lorsqu'elles n'ont pas été

¹ Ce sont des instruments financiers spéculatifs qui parient sur des variations à la hausse ou à la baisse d'un actif sous-jacent que l'investisseur ne détient pas.

² Selon les données figurant dans le [rapport annuel 2020 du pôle commun AMF-ACPR](#).

³ La commission des sanctions de l'AMF peut prononcer des sanctions pécuniaires et disciplinaires, ces dernières pouvant prendre la forme d'un avertissement, d'un blâme ou d'une interdiction temporaire ou définitive de l'exercice de toute ou partie des services fournis. La commission des sanctions de l'ACPR peut également infliger des sanctions pécuniaires et disciplinaires, ces dernières pouvant prendre la forme d'un avertissement, d'un blâme, d'une interdiction d'effectuer certaines opérations pour une durée maximale de 10 ans, d'une suspension temporaire de dirigeants pour une durée maximale de dix ans, de la démission d'office de dirigeants, du retrait partiel ou total d'agrément ou d'autorisation ou encore de la radiation de la liste des personnes agréées.

⁴ [Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises](#).

soumises à l'examen préalable de l'AMF, aux offres de jetons par des acteurs laissant faussement entendre qu'ils ont obtenu le visa – non systématique – de l'AMF ou encore à certaines offres de services sur actifs numériques par des acteurs ne s'étant pas soumis à l'enregistrement obligatoire sous le statut de prestataire de services sur actifs numériques (PSAN). C'est à l'initiative du Sénat que **les dispositions de la loi Pacte concernant les cryptoactifs avaient notamment été renforcées¹, afin de trouver un juste équilibre entre innovation et protection**. Selon les données transmises par l'AMF, ce sont 218 sites qui ont été rendus inaccessibles depuis 2014, dont 28 en 2020.

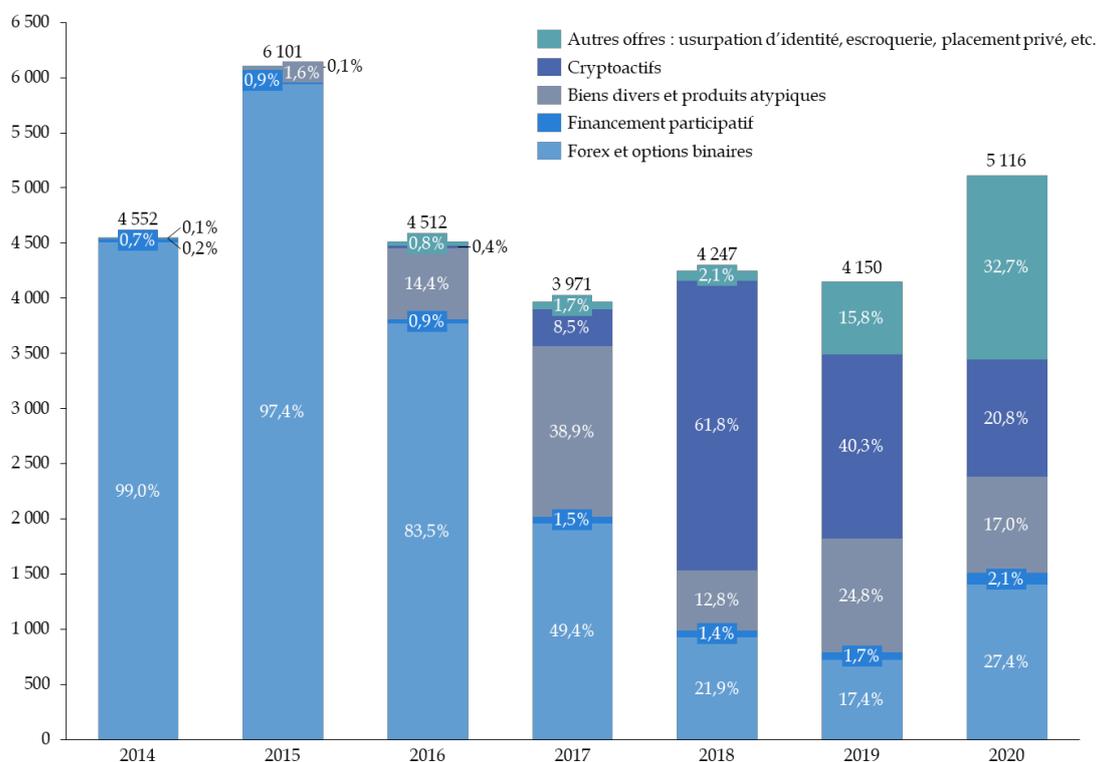
De nouvelles obligations ont également été imposées aux conseillers en investissements participatifs (CIP), enregistrés auprès de l'Orias et sous la surveillance de l'AMF, et **aux prestataires de services d'investissement**, agréés par l'ACPR et sous l'autorité conjointe de l'AMF et de l'ACPR. Ils doivent fournir à l'investisseur un document d'information réglementaire synthétique (DRIS) reprenant les caractéristiques essentielles du projet et l'informer de la rémunération et des frais perçus. Avant de pouvoir souscrire à un projet, chaque investisseur doit également avoir reçu une mise en garde au regard des risques auxquels il s'expose.

L'ACPR et l'AMF doivent donc continuellement s'adapter aux nouvelles arnaques et à la multiplication des dispositifs utilisés pour les offres frauduleuses : après les diamants, les fausses cryptomonnaies ou encore le Forex en 2019, les cheptels bovins, les grands crus, le whisky, les fausses sociétés civiles de placement immobilier ou l'usurpation d'acteurs autorisés ont pris le relais en 2020. Dans sa cartographie des risques publiée en 2021, l'AMF a également attiré l'attention sur le développement des jetons non fongibles dans le secteur du sport et de l'art².

¹ Pour une description détaillée de ces nouvelles règles, se reporter au [rapport n° 254](#) (2018-2019) de MM. Michel Canevet, Jean-François Husson et Mme Élisabeth Lamure, fait au nom de la commission spéciale, déposé le 17 janvier 2019, sur le projet de loi relatif à la croissance et à la transformation des entreprises.

² Autorité des marchés financiers, « [Cartographie 2021 des marchés et des risques](#) » (juillet 2021).

Ventilation par grand thème des demandes d'informations¹ des épargnants au pôle commun AMF-ACPR entre 2014 et 2020



Source : réponse au questionnaire adressé par les rapporteurs à l'AMF et à l'ACPR

Enfin, dans le contexte de la crise sanitaire, l'ACPR et l'AMF se sont organisées au sein de la « **Task-force de lutte contre les fraudes et escroqueries dans le contexte du covid-19** »², sous l'égide du ministère de l'économie, des finances et de la relance. Cette structure a vocation à rester opérationnelle après la crise.

¹ Le pôle commun AMF-ACPR réunit sous ce vocable les informations, les réclamations et les signalements des épargnants.

² Cette task-force réunit ainsi l'AMF, l'ACPR, la direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes (DGCCFR), la direction générale des finances publiques (DGFIP), la direction générale des douanes et des droits indirects (DGDDI), les ministères de l'intérieur (direction centrale de la police judiciaire et pôle judiciaire de la gendarmerie nationale), de la justice (direction des affaires criminelles et des grâces), de l'agriculture (direction générale de l'alimentation) ainsi que l'Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information (ANSSI) et la Commission nationale de l'informatique et des libertés (CNIL).

II. UN MARCHÉ FRANÇAIS DE L'ÉPARGNE QUI CONTINUE POURTANT DE SE DISTINGUER PAR DES CARACTÉRISTIQUES DÉFAVORABLES AUX ÉPARGNANTS

A. UNE STRUCTURATION DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE PEU PROPICE À L'AMÉLIORATION DE LA PERFORMANCE SERVIE AUX ÉPARGNANTS

1. Le modèle historique de la bancassurance : une concentration d'acteurs et une gestion de l'épargne intermédiée.

Initié dans les années 1970 par le Crédit mutuel, le **modèle dit de la « bancassurance »**, c'est-à-dire de l'intégration de l'assurance dans l'organisation et le modèle d'affaires de la banque, par rapprochement entre les établissements bancaires et les assureurs, s'est pleinement développé en France à partir des années 1980.

En effet, dans le contexte de la déréglementation et du décloisonnement du marché financier en France à cette époque, **la distribution de produits d'assurance est apparue comme un débouché naturel, des réseaux bancaires** qui cherchaient alors à se diversifier et à réduire leurs coûts fixes.

Le succès de la bancassurance repose sur la relation privilégiée de l'épargnant français avec son banquier. En effet, leurs contacts réguliers permettent à ce dernier d'acquérir une connaissance fine du niveau de vie, des projets et des préférences de son client. Il peut ainsi proposer des produits assurantiels connexes à ses produits bancaires, tels que l'assurance emprunteur pour un prêt immobilier¹.

La commercialisation de contrats d'assurance vie a constitué le premier pilier de l'incursion de la banque dans le secteur assurantiel, compte tenu de sa proximité avec d'autres produits financiers. **Dans cette perspective, le développement du modèle de la bancassurance a pu contribuer au succès de la commercialisation de l'assurance vie dans les années 1980**, qui représentait en 1989 plus de la moitié du chiffre d'affaires de l'assurance française².

Aujourd'hui, outre le fait que le marché de l'assurance vie apparaît comme étant fortement concentré, il est dominé par les bancassureurs. En 2018, **les filiales des six grands groupes de bancassurance français représentaient 61 % de la collecte brute d'assurance vie**³.

¹ Céline Blondeau, « [Banque, assurance, bancassurance, assurfinance, lignes de partages : une spécificité française ?](#) », ESKA, *Entreprises et histoire*, 2005/2 n° 39, pages 91 à 114.

² *Idem*.

³ Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, *analyses et synthèses n° 100-2019*, « [Le marché français de l'assurance vie en 2018](#) », avril 2019.

Le poids historique de la bancassurance participe de l'importance de l'assurance vie française dans la distribution des fonds français, et donc de l'intermédiation du marché de l'épargne français. Alors que dans le cas d'un contrat d'assurance vie investi en fonds euros, l'assureur assume une part de risque en garantissant le capital, le risque de marché est porté par l'épargnant dans les cas des unités de compte (UC), même s'il ne détient pas les actifs sous-jacents, car l'assureur ne s'engage qu'à rembourser un montant égal à la valeur des actifs acquis avec le capital investi. Ainsi, l'assureur agit comme un intermédiaire pour le compte de l'épargnant.

Afin d'éclairer le rôle des assureurs dans la distribution des fonds, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a récemment mené une étude visant à quantifier leur poids dans les investisseurs des fonds français¹. À la fin du deuxième trimestre 2020, le portefeuille d'actifs des assureurs comprenait **707 milliards d'euros investis en parts de fonds**, sur 2 666 milliards d'euros, dont **477 milliards d'euros de fonds domiciliés en France**, soit près de 18 % de leur portefeuille total. À la même date, les assureurs français représentaient près de 30 % du passif des fonds domiciliés en France. En moyenne, les assureurs représentaient 45 % du passif des fonds dans lesquels ils investissaient.

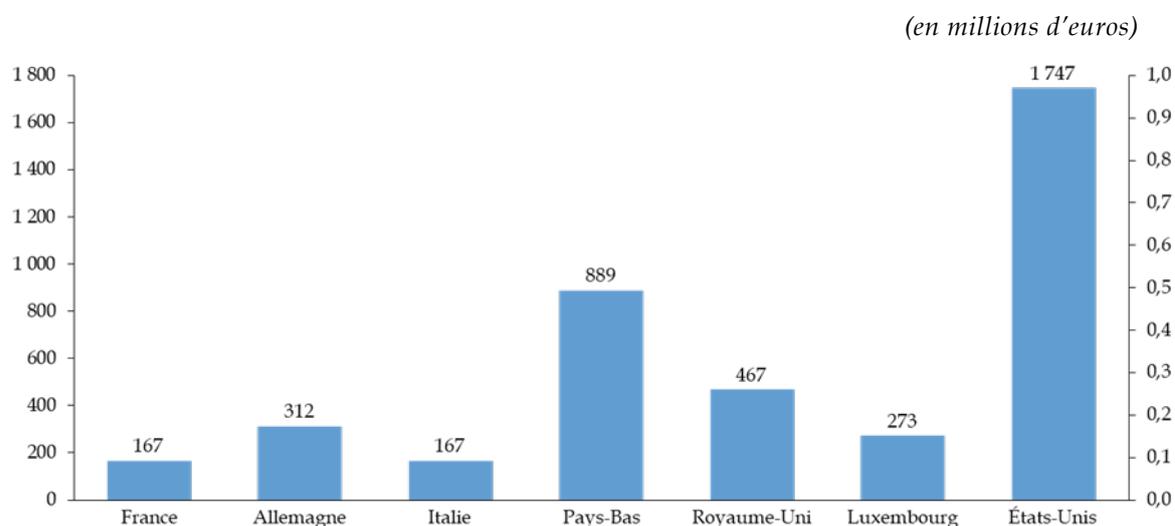
Outre l'importance du canal assurantiel dans l'intermédiation de l'investissement, **l'AMF relève que cette étude témoigne d'une « structure de groupe très marquée »**. En effet, « *les assureurs investissent majoritairement dans les fonds gérés par des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) appartenant au même conglomérat (...) et réciproquement, les SGP gèrent presque exclusivement des placements provenant des assureurs du même groupe* ». Or, cette situation pose **plusieurs défis en termes de protection des épargnants**. D'une part, le **risque de conflit d'intérêt** au sein du groupe est évident, notamment en raison de la pratique des rétrocessions de commission (*cf. infra*). D'autre part, **l'accumulation des frais** entre l'assureur et les frais propres au fonds réduit la performance servie à l'épargnant.

2. Des fonds de taille limitée : un risque accru pour les frais ?

De manière générale, tous types de fonds confondus, **la France se distingue par un encours moyen par fonds plus faible que la moyenne européenne.**

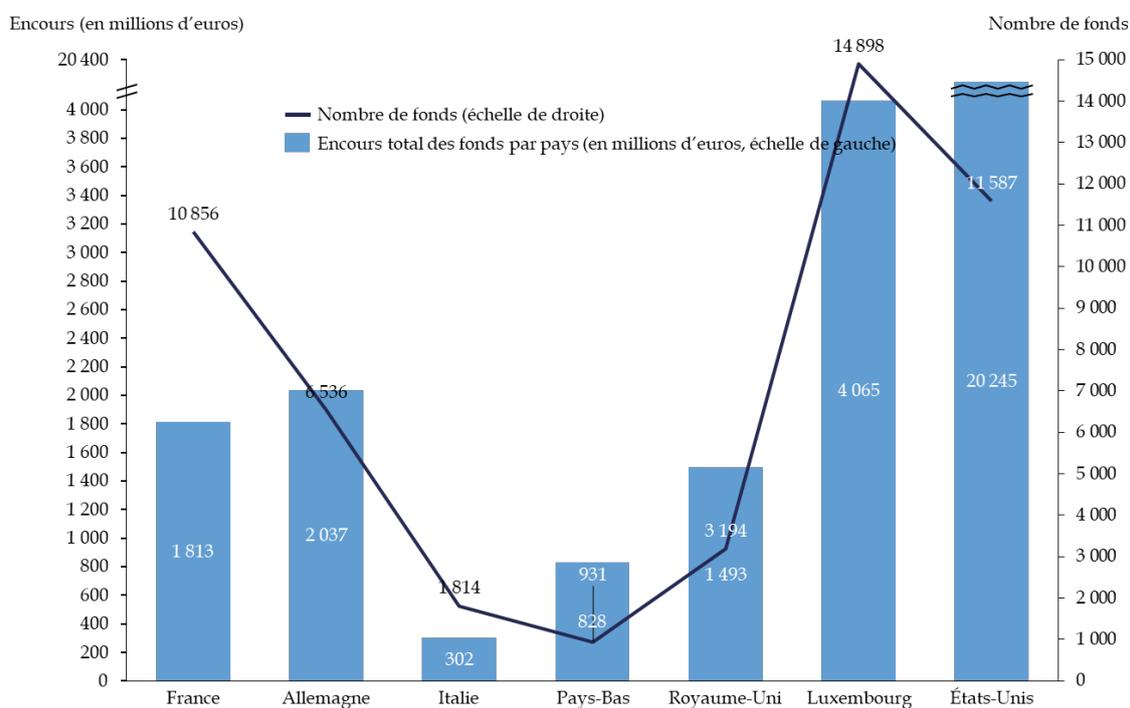
¹ Pierre-Emmanuel Darpeix et Natacha Mosson, « [Identification des fonds distribués via l'assurance vie ou supports de placement des assureurs : Nouvelles données mobilisées et première analyse en termes d'outils de gestion de liquidité](#) », juin 2021. L'analyse de l'AMF figure dans son rapport « [Cartographie 2021 des marchés et des risques](#) », juillet 2021.

Encours moyen des fonds¹ dans plusieurs pays en 2018



Source : commission des finances, d'après les données de l'EFAMA (Fact Book) en 2018

Nombre et encours total des fonds de plusieurs pays en 2018



Source : commission des finances, d'après les données de l'EFAMA (Fact Book) en 2018

¹ Périmètre : organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et fonds d'investissement alternatifs.

Recenser le nombre de fonds et leurs encours est un exercice délicat, les méthodes statistiques et les périmètres pouvant varier d'un organisme à l'autre. Ainsi, les données reprises dans les graphiques ci-dessus doivent être prises avec précaution puisqu'elles portent sur tous les types de fonds, destinés à une clientèle professionnelle comme à des particuliers, que les fonds soient autorisés à la commercialisation en France. Les données transmises par l'AMF et collectées auprès des 10 principales sociétés de gestion de portefeuille donnent une image différente, avec **un encours moyen par fonds commercialisé auprès d'une clientèle non professionnelle de 200 millions d'euros, contre 100 millions d'euros pour des fonds étrangers similaires**. Toutefois, les données souffrent là-aussi d'un biais lié au champ de l'enquête : il n'est pas tenu compte des acteurs de plus petite taille, susceptibles de faire baisser cette moyenne.

En tout état de cause, les auditions menées par les rapporteurs ont confirmé le constat selon lequel **un nombre élevé de fonds avec un encours moyen peu élevé ne permettait pas de réaliser des économies d'échelle** dans la gestion, ce qui était de nature à être répercuté sur le niveau de frais pratiqués. Sur ce point, France Invest a indiqué aux rapporteurs que l'une des raisons de ce faible encours moyen par fonds était **la dispersion des acteurs du capital investissement**, notamment du fait de l'existence de nombreux fonds régionaux.

3. Un marché marqué par l'attachement des épargnants à la culture du conseil

Un diagnostic convergent est également ressorti des auditions : un **fort attachement de l'épargnant français à la prestation de conseil pour gérer son épargne, cultivant ainsi une relation de proximité avec les intermédiaires**. Or, ce trait culturel emporte deux conséquences importantes en termes de structuration du marché.

Premièrement, le marché de l'épargne français est caractérisé par un faible développement de la gestion passive, contrairement au marché anglo-saxon.

Deux grandes approches de la gestion de portefeuille peuvent en effet être distinguées :

- **la gestion active a vocation à « battre le marché »** et à offrir une surperformance aux investisseurs. Le gérant doit analyser le marché, anticiper les mouvements et sélectionner les valeurs les plus à même de protéger le rendement de l'investisseur ;

- **la gestion passive** a vocation à répliquer un indice, avec l'erreur de suivi la plus faible possible. Parmi les fonds passifs, la sous-catégorie la plus connue est celle des **fonds indiciels cotés**¹ (ETF – *exchange traded funds* ou *trackers*). Les ETF, contrairement aux autres fonds, sont cotés en continu.

La première approche et la fourniture d'une prestation de conseil personnalisée étaient traditionnellement conçues comme allant de pair. Ainsi, sans surprise, **la gestion passive demeure peu développée auprès des particuliers en Europe, à l'exception du Royaume-Uni et de la Suisse**. Peu d'investisseurs non professionnels y recourent : environ 5 % en France et en Italie². En France, **le développement de la gestion passive souffre aussi de la prévalence de l'assurance vie** : selon les informations transmises par l'ACPR, les ETF y occupent une part négligeable.

Deuxièmement, si les épargnants français souhaitent un conseil personnalisé, **ils semblent pour autant réfractaires à l'idée de rémunérer l'intermédiaire pour le conseil reçu**. Ainsi, comme l'ont indiqué les associations agréées de conseillers en investissements financiers (CFI), *« la différence entre le consommateur français et le consommateur anglo-saxon est que le second n'a aucun problème à régler des honoraires, ce qui n'est pas le cas du consommateur français »*³.

Par conséquent, la rémunération des intermédiaires par des **rétrocessions de commission** constitue l'alternative au versement d'honoraires. La pratique des rétrocessions consiste pour les gestionnaires d'un fonds d'investissement à rémunérer le distributeur d'un produit, par exemple un courtier en assurance ou un conseiller en gestion de patrimoine, en échange de la distribution des parts de son fonds.

¹ Pour information, il existe aussi des ETF en gestion active, dont l'objectif est de battre la performance de l'indice.

² Comme indiqué par les représentants d'Amundi lors de leur audition, la part des investisseurs institutionnels dans les fonds passifs est plus élevée.

³ Contribution écrite des associations de CIF adressée aux rapporteurs.

Les rétrocessions

Aux termes de l'article 24 de la directive MIF 2, sont désignées sous le terme de rétrocessions l'ensemble des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture du service aux clients et versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers. Les taux de rétrocessions se stabilisent majoritairement autour de 50 % des frais issus de la gestion financière pour un distributeur externe et peuvent être plus élevés en cas de distribution intra-groupe. Les rétrocommissions ne sont pas systématiques.

Ces rétrocessions existent également pour les produits d'assurance. Selon les données de l'ACPR, les assureurs auraient payé 19 milliards d'euros de commissions aux distributeurs et aux gestionnaires d'actifs en 2019, pour un montant total de primes versées de 207 milliards d'euros et un encours total de 2 085 milliards d'euros.

Source : réponses aux questionnaires des rapporteurs spéciaux adressés à l'AMF et à l'ACPR

Or, il est permis à double titre de s'interroger sur l'intérêt de cette pratique pour l'épargnant. D'une part, le risque de conflit d'intérêt du distributeur est élevé, car celui-ci est incité à orienter l'épargnant vers le support d'investissement dont le taux de commissionnement est le plus élevé, plutôt que vers celui qui correspond le mieux à son profil. D'autre part, il existe un alignement des intérêts entre le distributeur et le gestionnaire du fonds en question, peu incitatif à la réduction des frais.

B. UNE PERFORMANCE DES PRODUITS FORTEMENT PÉNALISÉE PAR LE NIVEAU DES FRAIS

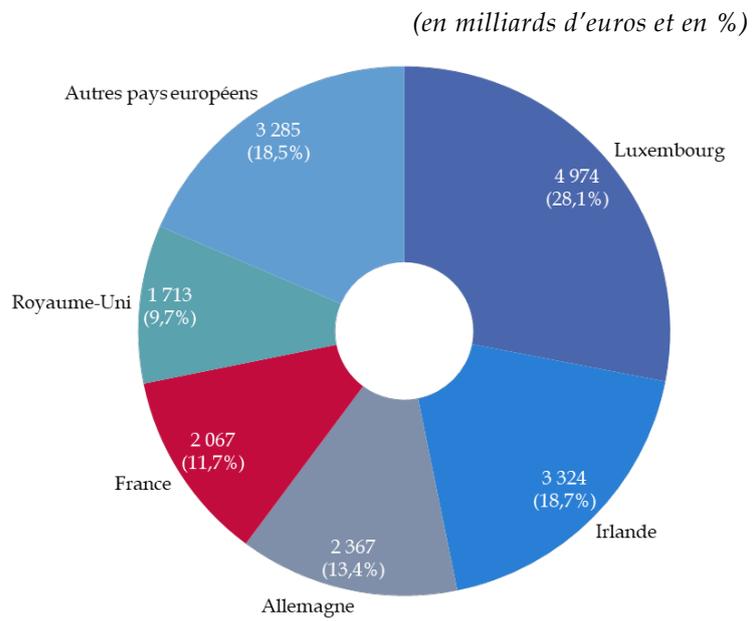
1. Un marché de l'épargne qui est resté dynamique en 2020

En 2020¹, les fonds européens ont affiché une collecte de 640 milliards d'euros, principalement sur les trois derniers trimestres de l'année. À titre de comparaison, la collecte nette des fonds américains s'est élevée à 800 milliards d'euros.

Ce marché est donc resté, en dépit de la crise sanitaire et économique, très dynamique. Au total, l'actif net des fonds domiciliés en Europe a cru de près de 980 milliards d'euros² en 2020, pour atteindre 17 700 milliards d'euros à la fin de l'année.

¹ L'ensemble des données citées dans ce paragraphe proviennent de la « [Cartographie 2021 des marchés et des risques](#) », publiée par l'Autorité des marchés financiers en juillet 2021.

² Ce montant diffère du montant de la collecte puisque la croissance de l'actif net dépend à la fois d'un effet volume (collecte) et d'un effet valeur (hausse des valeurs).



* Note de lecture : 12 % de l'actif net européen était domicilié en France à la fin de l'année 2020, pour un montant total de 2 124 milliards d'euros.

Source : Autorité des marchés financiers, « Cartographie 2021 des marchés et des risques » (juillet 2021)

Les différents types d'organismes de placement collectif

Les **organismes de placement collectif** (OPC) désignent les sociétés financières dont la fonction consiste à placer les capitaux collectés auprès du public sur les marchés financiers. Deux types d'OPC peuvent être distingués :

- les **organismes de placement collectif en valeurs mobilières** (OPCVM), qui relèvent de la directive consolidée sur les OPCVM (dite « directive UCITS 4 »¹). Aux termes de l'article premier de la directive, l'objet exclusif des OPCVM est le placement collectif en valeurs mobilières ou dans d'autres actifs financiers liquides ;

- les **fonds d'investissement alternatifs** (FIA), qui relèvent de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (dit « directive AIFM² »). Les FIA regroupent l'ensemble des fonds ne relevant pas de la qualification d'OPCVM au sens de la directive.

Juridiquement, un OPC peut prendre deux formes :

- un **fonds commun de placement** (FCP), soit une copropriété d'instruments financiers qui émet des parts. L'investisseur n'est pas un actionnaire et n'a pas de droit de vote ;

- une **société d'investissement à capital variable** (SICAV), soit une société anonyme ou société par actions simplifiée à capital variable qui émet des actions au fur et à mesure des demandes de souscription. L'investisseur est alors un actionnaire.

Il est ensuite possible de **classer les fonds en fonction des valeurs mobilières** dont ils sont majoritairement constitués, selon leur « nature » :

- les **fonds monétaires** sont investis en titres de créances à court terme : bons du Trésor émis par les États, billets de trésorerie émis par les entreprises ou encore certificats de dépôt émis par les banques ;

- les **fonds actions** peuvent être exposés aux actions françaises, européennes ou internationales ;

- les **fonds obligataires** sont investis en obligations, soit des titres de dette de moyen et long terme émis par les États ou par les entreprises ;

- les **fonds mixtes** sont investis dans des produits financiers de différente nature, à la discrétion du gestionnaire et sans nécessairement de plancher ou de plafond pour la détention d'une catégorie ;

- les **fonds « autres »**. La Banque de France classe dans cette catégorie l'ensemble des fonds d'épargne salariale, les fonds immobiliers, les fonds de capital investissement et, plus marginalement, les fonds à formules et les *hedge funds*.

Source : documentation mise en ligne par l'Autorité des marchés financiers et la Banque de France

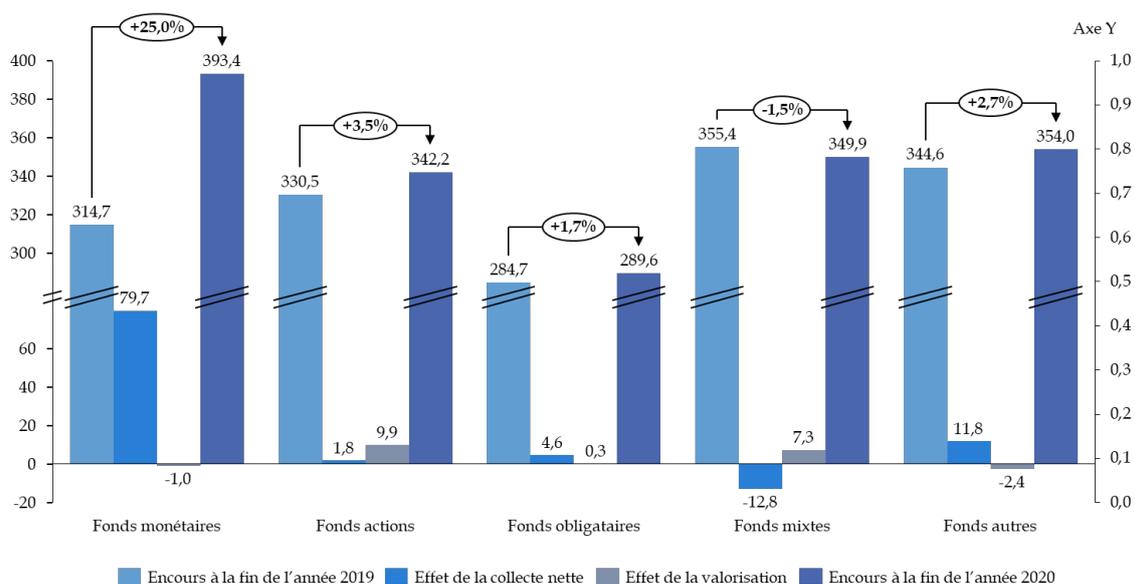
¹ [Directive 2009/65/CE](#) du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

² [Directive 2011/61/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

En 2020, les fonds domiciliés en France, et relevant de la compétence de l’Autorité des marchés financiers (AMF), ont enregistré **une collecte nette de 71 milliards d’euros, soit une hausse de l’encours net de 3,6 %** par rapport à la fin de l’année 2019, contre 4,5 % en Allemagne (102 milliards d’euros) et 3,2 % au Luxembourg (150 milliards d’euros).

Évolution de l’encours des fonds français entre 2019 et 2020

(en milliards d’euros)



Source : Autorité des marchés financiers, « *Cartographie 2021 des marchés et des risques* » (juillet 2021)

Si l’assurance vie a connu une collective négative en 2020 (- 6,5 milliards d’euros¹), pour des encours d’un montant total de 1 790 milliards d’euros à la fin de l’année, le premier semestre 2021 témoigne d’une reprise très vigoureuse de ce segment du marché, avec une croissance qui se rapproche de son niveau d’avant-crise.

2. Un dynamisme et une performance qui ne profitent pas pleinement aux épargnants

a) Des produits d’épargne soumis à plusieurs catégories de frais

Les rapporteurs ont centré leurs travaux sur les **frais appliqués aux produits destinés à une clientèle non professionnelle**. Tout investissement dans un placement collectif suppose en effet l’**acquiescement de frais**, désormais présentés sous la forme d’un **montant global affiché en**

¹ Avec, toujours selon les données de la Fédération française de l’assurance, une collecte négative nette sur les fonds euros et positive sur les unités de compte.

pourcentage dans le document d'information clé pour l'investisseur (cf. *infra*).

Les catégories de frais applicables aux produits d'épargne

Plusieurs catégories de frais peuvent être distinguées lors d'un investissement dans un organisme de placement collectif :

- les **frais ponctuels attachés à l'investissement**. Ils peuvent être proportionnels au montant des souscriptions ou des rachats, dégressifs avec le montant de l'investissement ou, plus rarement, forfaitaires. Ce sont les **frais d'entrée** (ou commissions de souscription), prélevés à l'achat et les **frais de sortie** (ou commissions de rachat), prélevés à la revente ;
- les **frais courants**, prélevés par le fonds année par année. Ce sont des commissions de gestion destinées à couvrir les frais de fonctionnement de la société de gestion et à rémunérer les services des gérants. Ils sont déduits de la performance nette ;
- la **commission de surperformance**, facultative, destinée à rémunérer la société de gestion lorsque le placement collectif a excédé ses objectifs ;
- les **frais de courtage** attachés à la transaction et prélevés lors de l'achat ou de la vente d'une valeur. Ils peuvent être forfaitaires ou proportionnels, éventuellement avec un montant plancher.

Des frais spécifiques s'appliquent par ailleurs si la souscription à un fonds s'opère par le biais d'un produit d'épargne :

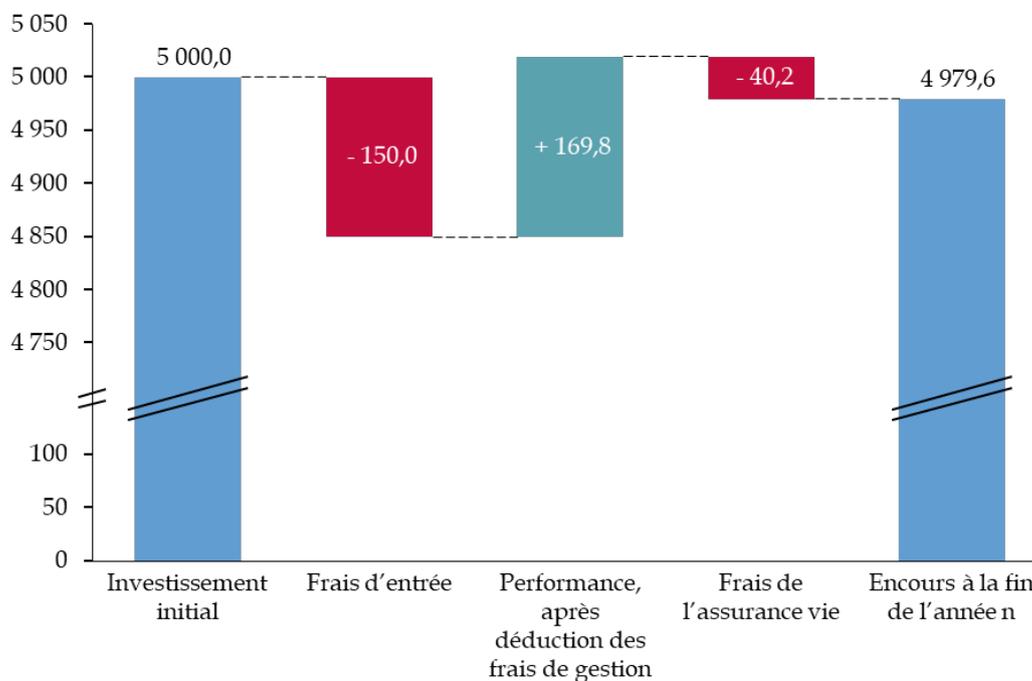
- dans le cadre d'un **plan d'épargne en actions** (PEA) :
 - * une **commission de tenue de compte**, liée à la simple détention de ce produit ;
 - * des droits de garde, liés à la conservation des titres et aux opérations administratives effectuées sur le PEA. Ils peuvent être proportionnels à la taille du portefeuille ou forfaitaires ;
- dans le cadre d'une **assurance vie** :
 - * des **frais sur versement**, généralement proportionnels au montant du versement et parfois dégressifs ;
 - * des **frais de gestion du contrat**, qui varient selon le support (unité de compte ou fonds euros) ;
 - * des **frais d'arbitrage**, prélevés sur le montant des sommes transférées d'une unité de compte à l'autre ;
 - * des **frais de retrait**, prélevés lors de retraits partiels ou au terme du contrat. Ils sont toutefois plus rares.

Source : Autorité des marchés financiers, *S'informer sur les frais liés à vos investissements financiers*, janvier 2018

Les frais prélevés varient donc en fonction de la société de gestion, de la nature de l'OPC choisi et du produit d'épargne support de l'investissement.

Comprendre l'impact des frais : exemple schématique et simplifié pour la première année d'investissement d'un épargnant

(en euros)



Hypothèses : un investissement de 5 000 euros sur une assurance vie aux frais de gestion annuels de 0,8 %. Frais d'entrée de 3 % et frais annuel de l'OPC mixte de 1,5 %, déduits d'une performance de 5 %¹.

Source : commission des finances du Sénat

Il est difficile, voire hasardeux, d'estimer le total en euros des frais réglés par les ménages au profit de l'industrie de gestion, des assureurs et des établissements financiers. Les frais sont en effet acquittés par le biais de multiples canaux : directement à la société de gestion lorsque les investisseurs achètent, vendent ou détiennent des OPC, indirectement via des contrats d'assurance vie, auquel cas s'ajoute une « seconde couche » de frais liés à ces contrats, ou encore dans le cadre de mandats de gestion conclus avec des sociétés de gestion.

¹ Soit la performance annuelle moyenne d'un fonds mixte en 2019 selon la [Banque de France](#).

b) En France, des frais dans la moyenne haute des pays de l'Union européenne, qui affectent significativement les rendements des produits d'épargne à long-terme

Plusieurs organismes, dont le régulateur des marchés financiers européens, ont consolidé des données sur la performance et le coût des produits d'investissement de détail. Dans son rapport annuel 2021, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) fournit une estimation de la performance brute de différents types de fonds à horizon 10 ans (2009-2019), ainsi que de la performance nette, après déduction des frais de gestion courants et des éventuels frais liés à la souscription d'un fonds (droits d'entrée et de sortie).

Simulations, comparaisons et biais méthodologiques

Les données utilisées dans les graphiques ci-après sont, sauf indication contraire, celles utilisées par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) dans son rapport annuel 2021 sur la performance et les frais des produits d'investissement de détails. Comme toute base de données, elle s'appuie sur des hypothèses et n'est donc pas exempte de biais. Le premier biais, commun à la quasi-totalité des bases de données, est la très grande difficulté de tenir compte des modèles de distribution et des « services » différents. Au Royaume-Uni par exemple, le conseil est facturé par le biais d'honoraires (cf. *supra*).

L'ESMA collecte ainsi ses données à partir des bases commerciales (les *reportings* réglementaires ne collectent pas les données sur les frais) et ne peut donc pas contrôler pour les différences qui subsistent, à travers les pays européens, dans l'affichage des frais. De plus, les données de performance et de coût sont présentées selon le pays de domiciliation du fonds : une approche qui tiendrait compte du pays d'enregistrement d'une société de gestion ou une approche par pays de commercialisation du fond donneraient nécessairement des résultats légèrement différents. Enfin, les performances sont calculées par horizon d'investissement (un an [2019], trois ans [2017-2019], sept ans [2013-2019] et dix ans [2010-2019]), sur des périodes glissantes, et sont donc dépendantes de l'environnement économique.

Les données réunies par l'ESMA sont toutefois les plus complètes pour comparer les pays européens. Elles permettent également de distinguer la gestion active de la gestion passive (cf. *infra*) et s'appuient sur le total de frais sur encours, avec des résultats par ailleurs pondérés selon la taille des fonds. Les extrapolations sur les périodes de 20, 30 et 40 ans sont par ailleurs dans la lignée des résultats constatés en regardant les rendements nominaux nets passés, sur longue période¹, tout en tenant compte de l'évolution des marchés, avec notamment la diminution de la performance des fonds obligations.

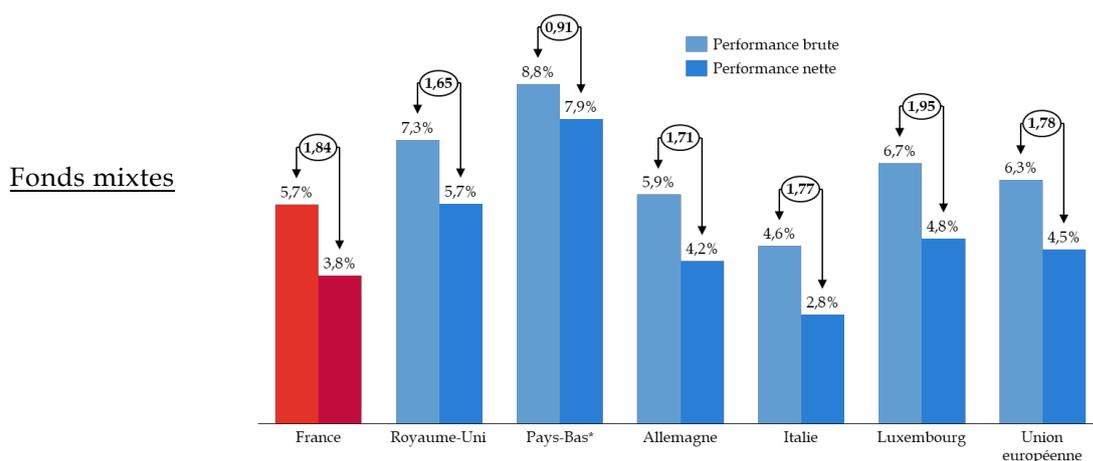
Source : commission des finances d'après les informations de l'ESMA, de l'Autorité des marchés financiers et de l'Association française de la gestion financière

¹ En s'appuyant sur les données réunies par Òscar Jordà, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2019. "[The Rate of Return on Everything, 1870-2015.](#)" *Quarterly Journal of Economics*, 134(3), 1225-1298.

Les comparaisons laissent apparaître **un classement moyen pour la France** qui, en dépit de son poids dans le marché européen, présente des frais relativement plus élevés, en particulier pour les fonds actions.

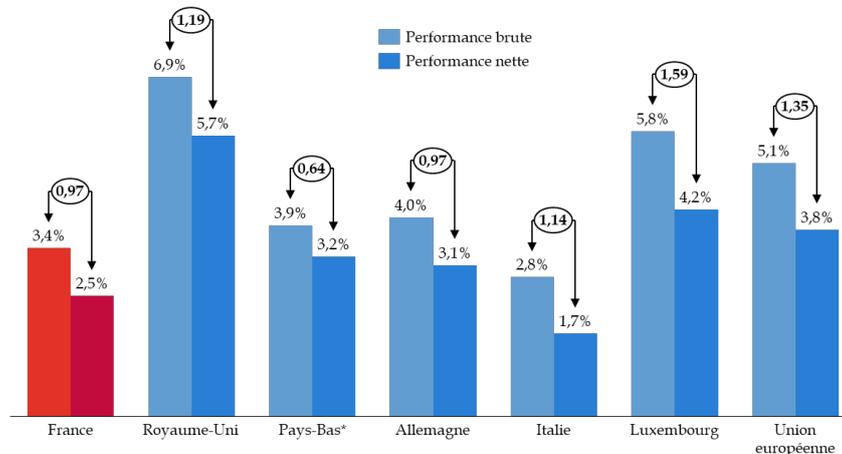
Comparaison des performances brute et nette (après déduction des frais) à horizon 10 ans des produits d'investissement de détail dans plusieurs pays européens en 2019

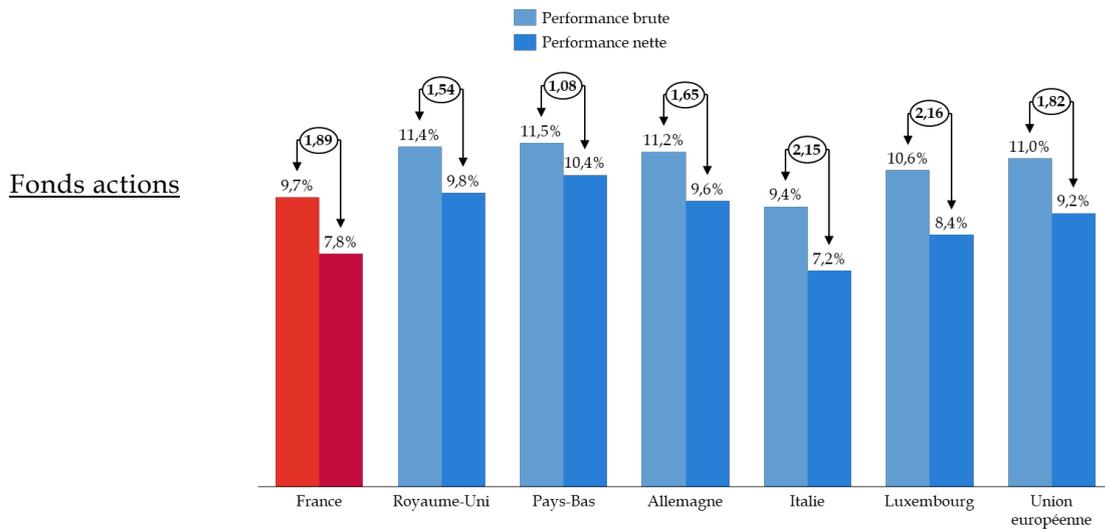
(en pourcentage)



Fonds obligations

* pour les Pays-Bas, les chiffres disponibles se basent sur un horizon de sept ans, et non de dix ans comme pour les autres pays





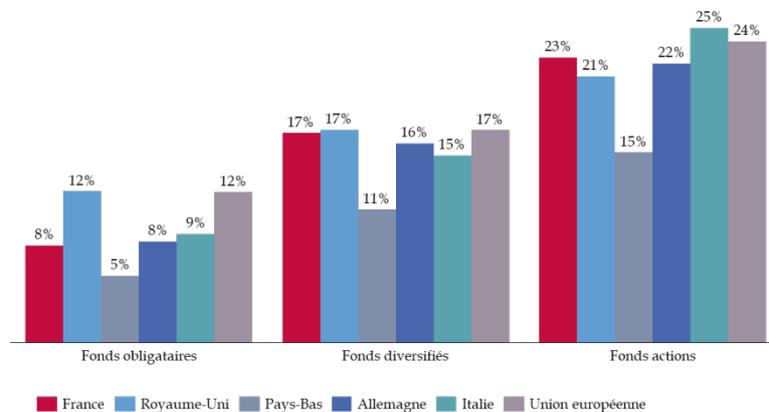
Source : commission des finances du Sénat, à partir des données publiées dans le rapport annuel 2019 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne de l'ESMA

Sur chacun des graphiques précédents, l'écart entre la performance brute et la performance nette représente les **frais courants pour l'épargnant**, ces frais étant déduits de la performance.

Ramenés à un rendement en absolu, **les écarts sur le long-terme peuvent être considérables, en dépit par ailleurs de la performance du fonds**. Ainsi, à 40 ans, à coût constant et hors inflation, en extrapolant sur cette durée une performance égale à celle calculée par l'ESMA pour des périodes glissantes de 10 ans, un investissement initial de 5 000 euros avec un versement mensuel de 100 euros dans un fonds en action domicilié en France se traduira par un rendement brut moyen de 660 530 euros, ramené à 299 400 euros après déduction des frais de gestion (pour rappel, les frais de gestion d'un OPC viennent en déduction de la performance brute). **55 % de la hausse de l'encours due à la valorisation du portefeuille serait donc « captée » par les frais**. Là encore, c'est dans la moyenne haute des pays européens.

Part moyenne de la performance réduite par les frais du produit d'investissement de détail après 10 ans

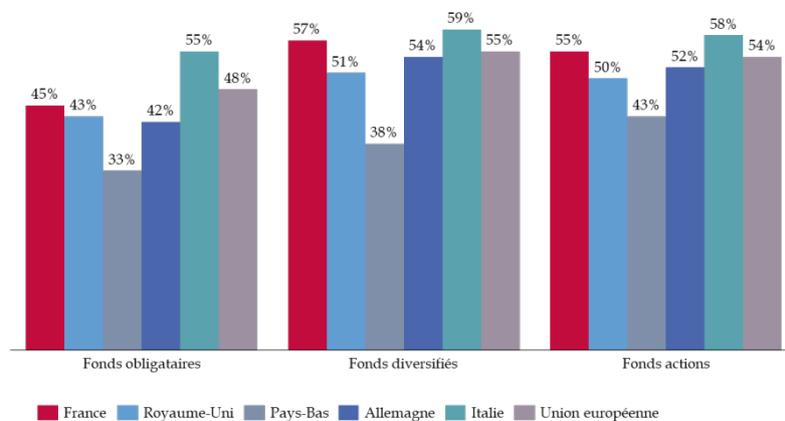
(en pourcentage)



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données publiées dans le rapport annuel 2019 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne de l'ESMA

Part moyenne de la performance réduite par les frais du produit d'investissement de détail après 40 ans

(en pourcentage)



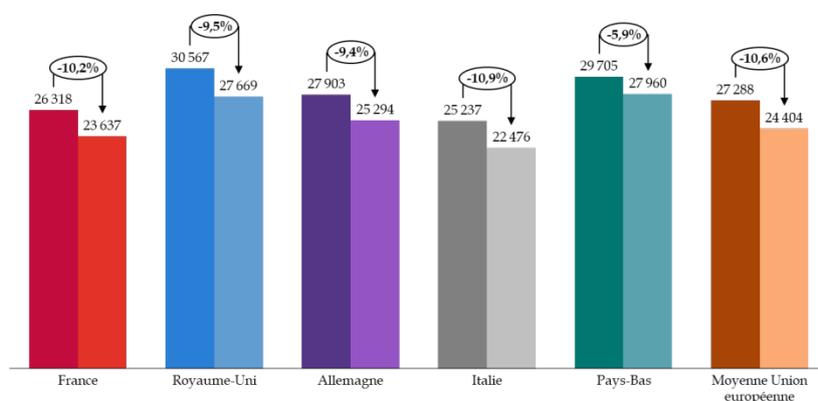
Source : commission des finances du Sénat, à partir des données publiées dans le rapport annuel 2019 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne de l'ESMA

Les effets sur les rendements nets en absolu pour les épargnants sont donc très significatifs, et augmentent avec la durée de détention du produit. La simulation ci-après repose sur un portefeuille composé à 40 % de fonds actions, à 30 % de fonds obligations et à 30 % de fonds mixtes¹. Comme précédemment, l'investissement est de 5 000 euros initialement, avec des versements réguliers de 100 euros par mois.

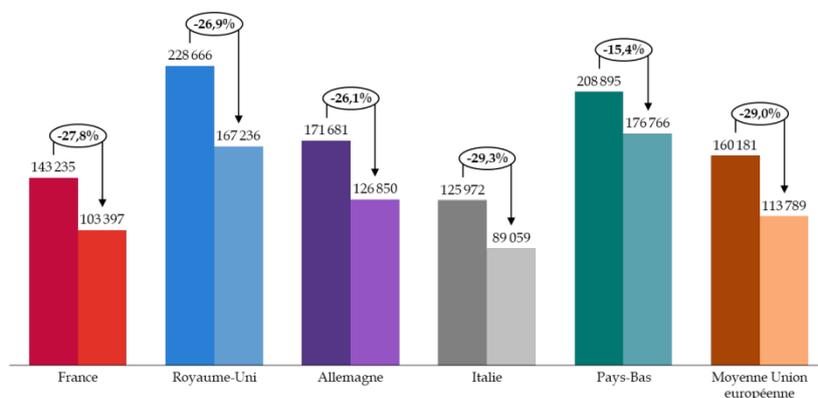
Effets des frais de gestion sur le rendement net d'un portefeuille composite à 10 ans et à 30 ans

(en pourcentage et en milliers d'euros)

À 10 ans



À 30 ans



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données publiées dans le rapport annuel 2019 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne de l'ESMA

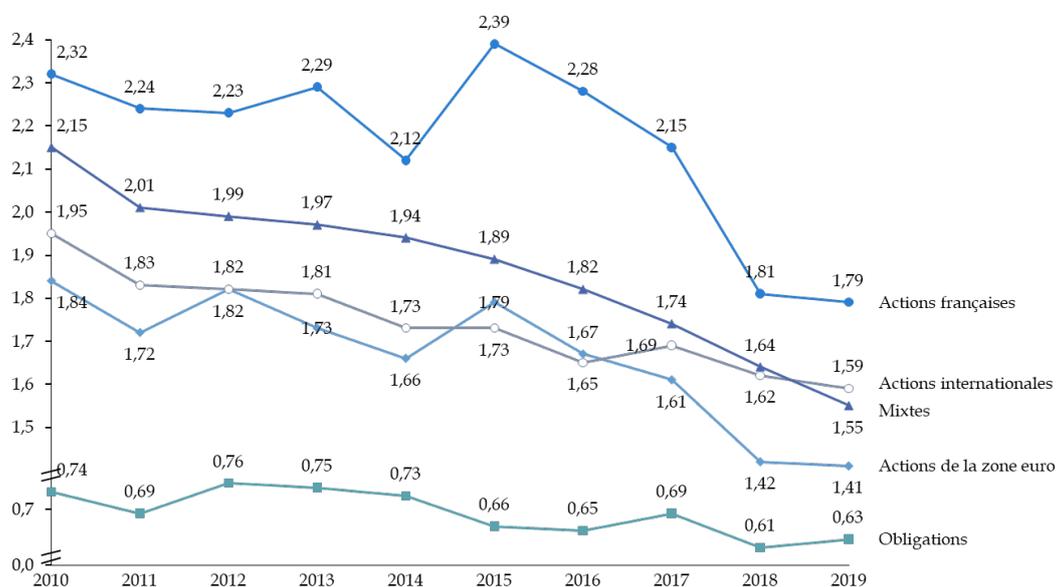
¹ C'est la composition du portefeuille hypothétique pris comme référence pour l'ESMA pour étudier l'impact des coûts sur la performance brute et nette d'un fonds. ESMA, « [Annual statistical report on performance and costs of retail investment products in the EU 2021](#) », p. 16.

En France, le poids de l'assurance vie, principal vecteur de détention de parts d'OPCVM, conduit à un écart entre performance brute et performance nette encore plus important pour les épargnants. Cependant, en l'absence de données consolidées sur le poids de l'assurance vie dans les pays européens précités et sur la moyenne de leurs frais de gestion, il n'a pas été possible de procéder aux mêmes comparaisons que pour la détention de fonds « en direct ».

Si la France se situe donc dans la moyenne haute du classement, **une tendance à la baisse des frais peut être constatée**, avec une stabilisation pour les fonds monétaires, dont les frais courants moyens varient autour de 0,1-0,2 %. Les frais annuels représentaient ainsi environ 1,26 % des encours en 2021, contre 1,35 % en 2018¹.

Le graphique ci-après repose sur le **total de frais sur encours** (TFE - indicateur européen du *total expense ratio*), qui inclut les frais de gestion, de conservation et d'administration, dont les commissions de surperformance. Ces frais restent toutefois **plus élevés que ceux opposés à la clientèle professionnelle et aux investisseurs institutionnels**.

Évolution des frais courants de différentes catégories d'organismes en placement collectif de droit français entre 2010 et 2019
(en pourcentage)



Source : commission des finances du Sénat, d'après les réponses transmises au questionnaire adressé par les rapporteurs à l'Autorité des marchés financiers

¹ Autorité des marchés financiers, [Lettre de l'observatoire de l'épargne](#), mars 2021.

Ces données sur les frais courants peuvent varier selon le périmètre et la méthode de collecte choisie. Ainsi, celles indiquées dans le graphique sont celles utilisées par l'AMF dans les lettres de l'Observatoire de l'épargne. Elles présentent des niveaux plus élevés que les données transmises à l'AMF par les 10 plus grandes sociétés de gestion de portefeuille¹ dans le cadre d'une enquête portant par conséquent sur un échantillon de gérants plus réduits : **1,1 % de frais courants pour les fonds alternatifs et mixtes** (en stabilisation), **0,85 % pour les fonds actions**, **0,4 % pour les fonds obligations** et **0,1 % pour les fonds monétaires**, tous trois avec une **tendance baissière**.

Les frais d'assurance vie sont encore plus difficiles à évaluer et à suivre, et c'est la raison pour laquelle leur référencement doit être encouragé. Selon les données transmises par la Fédération française de l'assurance et par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, **les seuls frais de gestion sont estimés à 0,8 % par an sur la performance des unités de compte (UC)**, et de **0,62 % par an pour les supports euros des contrats individuels**.

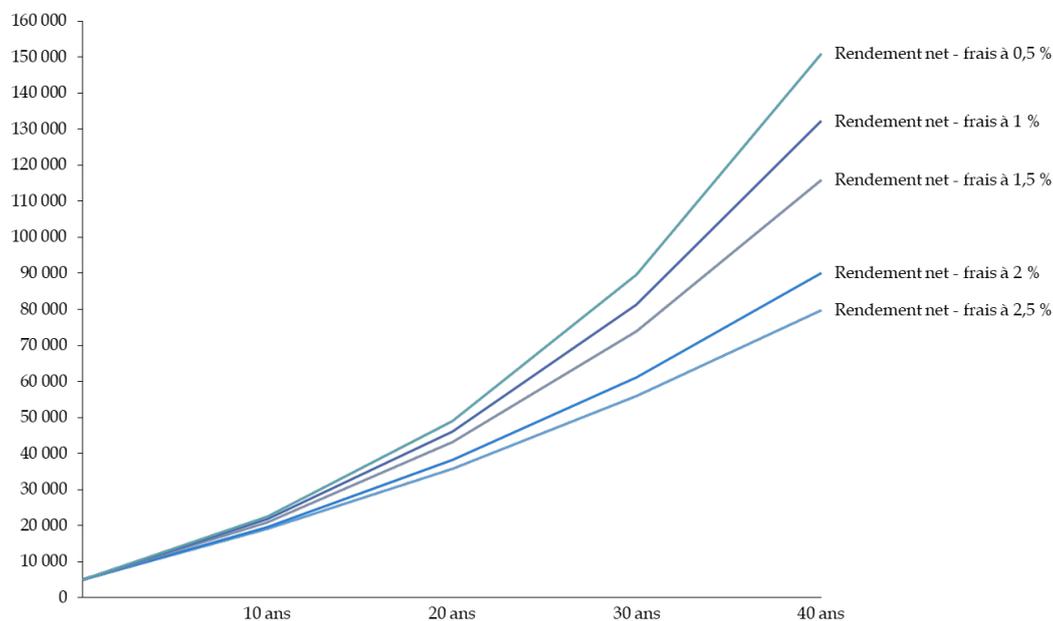
c) Une baisse minime des frais, un gain de pouvoir d'achat considérable pour l'épargnant

Pour montrer l'impact des frais sur le rendement net versé aux épargnants, y compris sur des horizons d'investissement de très long terme, deux simulations sont proposées. La première, plus théorique, repose sur le rendement réel du capital (actions et obligations) sur une très longue période et pour 16 pays avancés², ce qui permet de neutraliser les effets conjoncturels et l'inflation.

¹ 61 % des parts de marché sur le segment de la clientèle non professionnelle, 3 600 fonds et un encours total de 600 milliards d'euros.

² À partir des données d'Oscar Jordà, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2019. "[The Rate of Return on Everything, 1870-2015](#)." *Quarterly Journal of Economics*, 134(3), 1225-1298. Ces données portent sur la période 1890-2015 et comprennent le rendement réel des actions et des obligations.

Impact des frais totaux de gestion d'un portefeuille théorique composé de 50 % d'actions et de 50 % d'obligations

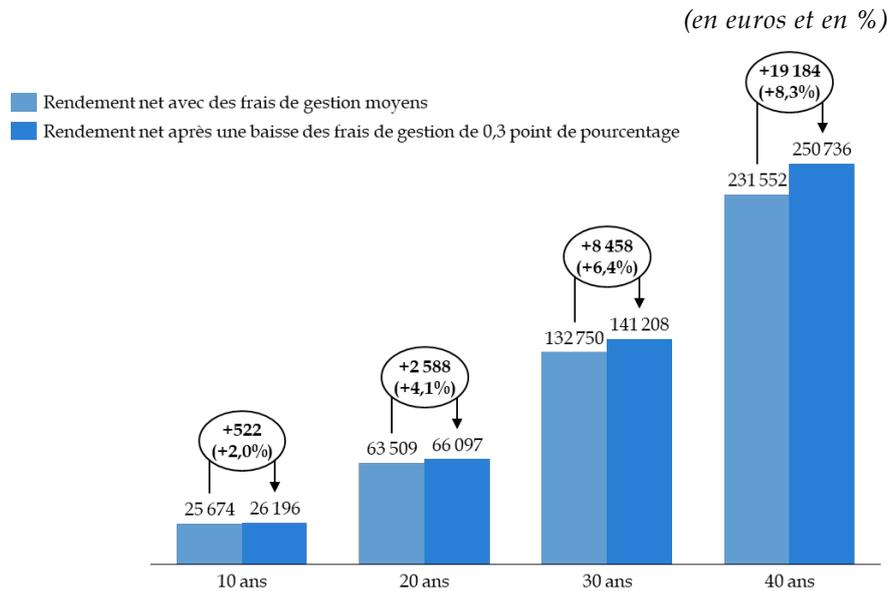


Source : commission des finances, à partir de Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database

La seconde simulation, plus concrète, propose d'évaluer l'impact d'une baisse des frais de gestion d'un fonds de 0,3 point de pourcentage sur un portefeuille qui serait composé à 40 % de fonds actions, à 30 % de fonds obligations et à 30 % de fonds mixtes¹, avec toujours un versement initial de 5 000 euros, et des versements réguliers de 100 euros par mois. Elle s'appuie sur les données de l'ESMA.

¹ C'est la composition du portefeuille hypothétique pris comme référence pour l'ESMA pour étudier l'impact des coûts sur la performance brute et nette d'un fonds. ESMA, « [Annual statistical report on performance and costs of retail investment products in the EU 2021](#) », p. 16.

Impact sur le rendement net d'une baisse de 0,3 point de pourcentage des frais de gestion moyens d'un portefeuille



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données publiées dans le rapport annuel 2021 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne de l'ESMA

Si de tels calculs supposent des hypothèses simplificatrices en matière de données, ils permettent d'**illustrer le poids des frais courants et leur impact à long-terme sur les fruits de l'épargne**, avant imposition. Ainsi, une baisse de frais, même de quelques dixièmes, peut avoir une conséquence majeure sur la performance nette d'un produit, en particulier sur des temps d'investissement très long, correspondant par exemple à la **constitution d'une épargne retraite**. Pour rappel, seuls les frais courants, d'entrée et de sortie du fonds sont pris en compte. Or, l'assurance vie, qui s'accompagne de l'application d'un second niveau de frais, demeure un produit support privilégié par les épargnants français, ce qui affecte d'autant plus le rendement net de leur épargne.

La première piste **pour créer de la valeur pour les épargnants dans un contexte de taux faibles tout en prévenant la multiplication des produits risqués est donc d'agir sur ces frais**, en encadrant certaines catégories de commissions et en accroissant la concurrence (cf. *infra*). **L'objectif n'est pas d'atteindre le niveau des Pays-Bas, et encore moins des États-Unis** : leurs caractéristiques de marché présentent des différences structurelles, dont l'une des plus importantes tient notamment au système de retraite. En revanche, **il est envisageable, sans bouleversement du marché de l'épargne en France, de se rapprocher du niveau britannique et, surtout, d'une performance nette plus en adéquation avec le volume des encours et des fonds en France.**

À cet égard, il est utile de rappeler que l'un des indicateurs adoptés par la Commission européenne pour suivre les progrès réalisés dans la constitution d'une véritable union des marchés de capitaux est le total de frais sur encours des fonds actions. Cet indicateur relève du deuxième objectif du plan d'action de la Commission : faire de l'Union européenne un lieu encore plus sûr pour l'épargne et l'investissement à long terme des particuliers¹.

3. En termes de rapport frais/performance, une divergence significative entre gestion active et gestion passive

a) Des frais moins élevés pour la gestion passive et une captation des flux en augmentation

Aux États-Unis, où elle se développe depuis les années 1970, la gestion passive représentait environ 11 400 milliards de dollars² en 2019, dont la moitié par le biais d'ETF. Après des années de hausse pérenne, les encours de la gestion passive en actions ont même dépassé pour la première fois ceux de la gestion active en 2019.

Si, comme précédemment indiqué, **la gestion passive reste marginale auprès des investisseurs particuliers en Europe**, des progrès sont donc à noter, en particulier parmi les fonds en actions et en obligations, soit les deux segments sur lesquels la gestion passive et les ETF sont les plus présents. Au niveau européen, **l'ESMA a ainsi souligné la très forte progression des ETF entre les mois de juin 2019 et 2021**, dont l'encours a atteint **1 200 milliards d'euros**, dont 840 milliards d'euros pour les ETF actions (71 % du secteur) et 320 milliards d'euros pour les ETF obligations (24 % du secteur). Ce dynamisme s'est confirmé au premier semestre 2021 : au niveau mondial, les fonds indiciels cotés ont collecté 660 milliards de dollars au premier semestre 2021, un record, avec une concentration sur les produits actions et/ou américains³. Au premier trimestre 2021, les ETF domiciliés en Europe ont quant à eux connu la collecte nette la plus importante de leur histoire, à + 48,3 milliards d'euros, dont 42,4 milliards d'euros sur les actions⁴.

¹ [Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des régions](#) : « Une union des marchés des capitaux au service des personnes et des entreprises – nouveau plan d'action », 24 septembre 2020.

² Selon BlackRock, et d'après les données transmises par l'AMF, ce montant pourrait être sous-estimé de 6,8 trillions de dollars, certains fonds de pensions ou fonds souverains suivant également des stratégies indicielles.

³ Les Échos, « [Les ETF affolent les compteurs](#) », 19 juillet 2021.

⁴ Autorité des marchés financiers, « [Cartographie 2021 des marchés et des risques](#) » (juillet 2021).

Pour l'AMF¹, deux facteurs expliquent le développement de la gestion passive au cours des dernières années au niveau européen : la **nécessité pour les gérants de répondre au défi de l'augmentation des coûts liés aux évolutions règlementaires post-crise** et la **difficulté de générer un profit dans un environnement de taux bas**. Certains gérants ont donc fait le choix de la réduction des coûts, en privilégiant la gestion passive.

La gestion passive se distingue en effet par un niveau moyen de frais beaucoup plus faible que la gestion active. En France, les frais annuels moyens des 92 ETF d'actions recensés en 2019 se sont élevés à 0,36 %, contre 0,95 % pour les fonds d'actions classés en indiciels et 1,68 % pour les fonds d'actions « actifs »². Le même constat peut être fait à l'échelle européenne, avec des frais moyens en gestion passive et en ETF sur le marché actions de respectivement 0,3 % et 0,4 %, contre 1,4 % pour les OPCVM en gestion active. Aux États-Unis, la gestion passive a atteint un plus bas historique à 0,12 % de frais en 2020, contre 0,62 % pour les fonds actifs. La gestion passive permet ainsi à l'investisseur de diversifier son portefeuille d'actions, pour un coût moindre.

Les frais plus élevés attachés à la gestion active se justifient en théorie par la capacité de ces fonds à « battre le marché » et à offrir un rendement supérieur aux investisseurs en opérant des choix tactiques sur les valeurs investies. *A contrario*, un fonds indiciel suivra le marché, à la hausse comme à la baisse.

Pourtant, plusieurs observateurs s'accordent à dire que les encours gérés de manière active ne parviennent pas, à long-terme, à battre un indice. La plus célèbre de ses études est celle du *Wall Street Journal*, qui avait comparé à la fin des années 1980 les performances des portefeuilles des gestionnaires professionnels aux performances de paniers de valeurs prises au hasard, sans trouver de prime significative à la gestion active.

Pour résumer, **la gestion active n'offrirait pas des performances plus élevées aux investisseurs que la gestion passive**³, alors même que les frais liés à cette dernière sont moindres et donc le rendement net plus élevé. Ce constat vaut même si les écarts de performance par rapport à l'indice de référence (les « erreurs de suivi ») se sont accrus en 2020 en particulier au mois de mars, marqué par une très grande volatilité des marchés financiers.

¹ Autorité des marchés financiers, « [Les ETF : caractéristiques, état des lieux et analyse des risques. Le cas du marché français](#) », février 2017.

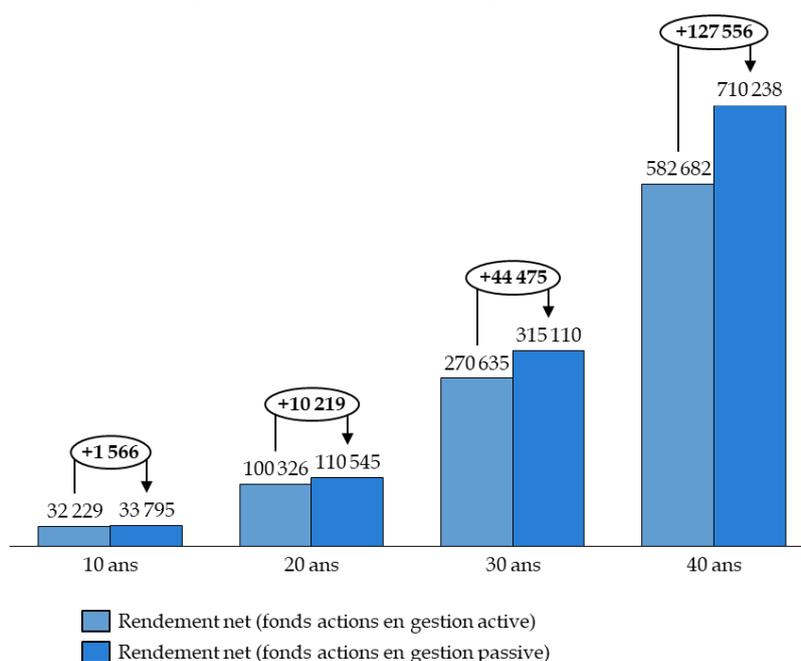
² Autorité des marchés financiers, [Lettre de l'observatoire de l'épargne](#), mars 2021.

³ Comme tout produit d'investissement, les fonds indiciels comportent aussi des risques, qui varient selon les indices suivis et leurs sous-jacents : moindre liquidité des actifs, volatilité accrue sur les produits « exotiques », amplification des effets du marché, notamment en cas de baisse de la valeur des actifs, renchérissement du coût de certains produits et services par une valorisation « artificielle » liée à la négociation des ETF. Pour une discussion détaillée des avantages et risques supportés par les fonds indiciels, se reporter à la Revue de la stabilité financière n° 22 de la Banque de France intitulée « La finance hors banques : tendances et enjeux » (avril 2018).

La **marge d'erreur moyenne des ETF et des fonds indiciels était ainsi de 0,8 %**, soit un niveau encore supérieur à celui observé avant la crise¹.

Dans son rapport sur les performances et les coûts des produits d'investissement de détail², l'ESMA relevait que, sur la période 2009-2018, **la performance brute des fonds en gestion active, comparée à celle des fonds en gestion passive et des ETF, n'était pas suffisamment élevée pour compenser les frais plus importants pourtant facturés par les fonds actifs**. Le constat vaut également pour la période 2010-2019 : même si la performance brute des fonds actions en gestion active était supérieure à celle des fonds en gestion passive (11,1 % contre 10,7 %), la différence de frais conduit ces derniers à offrir une performance nette bien supérieure aux fonds en gestion active. Le graphique ci-dessous illustre cette différence, en s'appuyant sur la performance et les frais moyens des fonds au niveau de l'Union européenne.

Performance nette de deux fonds actions en gestion passive et en gestion active



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données publiées dans le rapport annuel 2019 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne de l'ESMA

¹ ESMA, « [Annual statistical report on performance and costs of retail investment products in the EU 2021](#) ».

² *Ibid.*

SECONDE PARTIE

LES PRINCIPALES RECOMMANDATIONS DES RAPPORTEURS POUR MIEUX DÉFENDRE LES INTÉRÊTS DES ÉPARGNANTS

Alors que la France se distingue par un taux d'épargne élevé des ménages et par un marché de l'épargne dynamique, ce dernier continue de se caractériser par un fonctionnement défavorable aux épargnants, en raison d'une trop faible concurrence entre les acteurs, d'un nombre élevé d'intermédiaires et du faible développement de la gestion passive.

Dans cette perspective, les rapporteurs se sont attachés à défendre les épargnants en les protégeant d'un marché de l'épargne trop captif et insuffisamment rentable. **Cet objectif constitue un réel enjeu de pouvoir d'achat, encore trop méconnu des épargnants**, pour lesquels le risque et la disponibilité de l'épargne restent des critères plus prépondérants que les frais pour choisir leur produit d'investissement.

Au terme de plus de dix-huit mois de travaux, les rapporteurs proposent un plan d'actions concrètes, déclinées autour des quatre axes suivants :

- encadrer plus strictement les frais pratiqués ;
- favoriser les conditions d'un choix éclairé de l'épargnant en lui permettant de mieux connaître les frais des produits d'épargne ;
- adapter les produits existants aux nouvelles contraintes et pratiques sur le marché de l'épargne et proposer des produits retraite plus avantageux pour les épargnants ;
- mieux contrôler les acteurs du marché.

I. PROTÉGER LES ÉPARGNANTS EN LEUR SERVANT UNE MEILLEURE PERFORMANCE

A. MIEUX ENCADRER LES COMMISSIONS VERSÉES ET LES FRAIS PRATIQUÉS

En dépit des progrès réalisés en matière de présentation du « coût complet » des produits, tant pour les instruments financiers que pour les produits d'assurance, les rapporteurs ont pu constater lors de leurs travaux que **certaines catégories de frais étaient encore trop peu encadrées** et qu'il était **toujours difficile pour les épargnants de s'informer sur les divers produits existants**, en particulier ceux présentant des coûts moins élevés. Leurs cinq premières recommandations entendent ainsi répondre à ces deux écueils.

1. Les rétrocessions, une modalité peu satisfaisante mais difficile à supprimer à court-terme

Évoquée à plusieurs reprises lors des auditions, **la piste de la suppression des rétrocessions a pour le moment été écartée par les rapporteurs.**

Si la directive MIF 2¹ a conduit à **interdire la perception de rétrocessions dans le cadre de conseil en investissement indépendant** – à l'exception des avantages monétaires mineurs susceptibles d'améliorer la qualité du service fourni au client – et de la **gestion de portefeuille pour compte de tiers**², son effet s'est avéré limité.

En effet, en France, **un seul prestataire en service d'investissement a effectivement choisi d'opter pour le statut d'indépendant**, les autres demeurant des conseillers « non indépendants ». L'entrée en vigueur de MIF 2 a néanmoins conduit au développement des « *clean share class* », soit des classes de parts sans rétrocessions au sein d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)³. Les OPCVM se sont donc adaptées à la nouvelle réglementation européenne en disposant de classes de parts pouvant être distribuées *via* les systèmes autorisant encore les rétrocessions et des classes de part destinées aux canaux de distribution n'acceptant plus ces commissions. L'AMF observe toutefois que lorsque les classes sont « *clean* », les frais de gestion effectifs sont légèrement supérieurs à ceux pratiqués pour les classes chargées (c'est-à-dire avec rétrocessions).

¹ Article 24 de la [directive 2014/65/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

² Ou gestion discrétionnaire sous mandat.

³ L'existence de *clean share class* précède toutefois l'entrée en vigueur de MIF 2 et date de 2012, avec l'interdiction des rétrocessions au Royaume-Uni, suivi par les Pays-Bas en 2013. Les OPCVM ont donc d'abord créé ces classes de parts pour ces deux pays.

Le développement de ces classes s'est toutefois avéré limité en France¹, le modèle de distribution ne reposant pas sur des conseillers indépendants et l'assurance vie demeurant privilégiée par les Français, alors même que les rétrocessions y sont encore autorisées.

De même, au niveau européen, d'après les informations tirées des 110 réponses reçues à la consultation de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA – *European Securities and Markets Authority*)², **les nouvelles règles en matière de rétrocessions n'ont eu de conséquences ni sur le choix par les sociétés concernées de donner un conseil indépendant ou non indépendant, ni sur la façon dont les investisseurs choisissent leurs produits et services.** De manière peut-être plus surprenante, ces nouvelles règles n'ont eu enfin que peu d'impact sur le comportement des épargnants, y compris lorsque ceux-ci disposent d'une information claire et intelligible sur le fonctionnement de ces rétrocessions. L'un des répondants cite à cet égard une étude de la BaFin³, qui montre que si les épargnants jugent ces informations utiles, leur impact sur leur comportement et leurs choix est faible.

Des progrès sont en revanche à souligner en matière de transparence et de prévention des conflits d'intérêts. Dans la présentation de ses contrôles menés en 2017⁴, l'AMF notait que les informations sur les rétrocessions progressaient et étaient généralement satisfaisantes. Elle soulignait par ailleurs qu'elle n'avait pas relevé dans les réseaux bancaires contrôlés de procédure particulière pouvant inciter à commercialiser certains produits plutôt que d'autres.

Ces constats nuancés ne doivent toutefois pas conduire à obérer les **avantages liés à un encadrement plus strict de ces commissions.** Deux pays européens ont choisi de les supprimer quasiment en totalité : les Pays-Bas et le Royaume-Uni. Plusieurs arguments, repris dans la consultation précitée de l'ESMA, plaident pour cette interdiction :

- un encouragement à la distribution de produits au rapport frais-performance plus efficient. Dans son rapport, la *Financial Conduct Authority* (FCA) – l'autorité de supervision britannique – note ainsi que l'interdiction totale des rétrocessions a conduit à diminuer la vente des produits les plus onéreux, au profit des moins chargés en frais ;

- une diminution des conflits d'intérêt pour les conseillers en investissement, avec une moindre incitation à orienter les épargnants vers le produit pratiquant les frais de commissionnement les plus élevés ;

¹ 500 fonds disposeraient de telles classes en France, pour un encours total de neuf milliards d'euros à la fin de l'année 2019, selon les données transmises par l'Autorité des marchés financiers aux rapporteurs.

² ESMA, [*Final Report - ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II*](#) (mars 2020).

³ Autorité fédérale de supervision financière allemande, mai 2018 (BaFin Journal).

⁴ AMF, [*Synthèse des contrôles menés sur la commercialisation d'instruments financiers*](#) (juin 2018).

- un accroissement de la compétition entre les distributeurs et une réduction des frais facturés, au profit des consommateurs.

Aux côtés de la directive dite « MIF 2 », la directive sur la distribution d'assurances, dite « DDA »¹, constitue un corpus normatif distinct qui encadre les activités d'assureurs et de leurs intermédiaires. En dépit des réflexions initiées sur la justification de ce système de rémunération lors de l'adoption de MIF 2, **la directive DDA a conservé ces modalités de rémunération pour les acteurs de la distribution d'assurance.**

Concrètement, ces commissions représentent une part élevée des frais en encours prélevés sur les organismes de placement collectif (OPC), de l'ordre de 57 % en France², qui sont ensuite rétrocédés à l'assureur, puis en partie à ses distributeurs. Comme pour les intermédiaires financiers relevant du champ de la directive MIF 2, **ce système incite nécessairement les assureurs et leurs distributeurs à orienter leurs clients vers les supports caractérisés par un niveau élevé de commissionnement.**

C'est la raison pour laquelle l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) avait déjà alerté en 2017 sur **les principaux risques pour les épargnants** de ces pratiques de rémunération, tels que³ :

- **un coût supérieur** pour les souscripteurs ;
- **une asymétrie d'information** entre les souscripteurs et les distributeurs ;
- **une offre de produits assurantiels non adaptée** ;
- **des rendements plus faibles** pour les souscripteurs en raison d'un processus de sélection des fonds non pertinent et d'un manque de contrôle interne et d'une gouvernance visant à réduire le risque de conflit d'intérêt.

Les rapporteurs sont toutefois conscients qu'une interdiction globale de ces frais pourrait avoir des effets différenciés et contreproductifs selon les pays et selon les modèles de distribution des produits d'épargne, avec le risque *in fine* de renforcer le modèle de bancassurance et ses inconvénients. En effet, comme le notait le régulateur néerlandais, certaines sociétés peuvent contourner l'interdiction des rétrocessions en promouvant l'intégration verticale des services bancaires et de gestion d'actifs et en offrant seulement les produits du groupe à leurs clients. Le conseil proposé aux clients s'en trouverait endommagé, tout comme la qualité des produits proposés (performance, adéquation aux souhaits et besoins de l'épargnant, etc.).

¹ Directive (UE) 2016/97 du Parlement européen et du Conseil du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances.

² Réponse de l'ACPR au questionnaire des rapporteurs.

³ European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), [Opinion on monetary incentives and remuneration between providers of asset management services and insurance undertakings](#), 11 December 2017.

Par ailleurs, et comme plusieurs personnes entendues ont pu le souligner aux rapporteurs, **le conseil indépendant peut s'accompagner de la mise en place d'honoraires**. Or, la pratique de ces honoraires, à l'inverse de celles des rétrocessions, serait moins acceptée par les épargnants d'Europe continentale, au contraire de la situation prévalant dans les pays anglo-saxons. L'ACPR comme l'AMF notent que **la pratique des honoraires, soit la facturation à part de la prestation de conseil, est très peu développée en France**, hormis pour la gestion des plus hauts patrimoines. Au Royaume-Uni, est fréquemment cité en opposition à une généralisation de l'interdiction des rétrocessions « *l'advisory gap* », soit le fait que seuls les ménages en mesure de pouvoir s'acquitter de ces honoraires bénéficieraient d'un conseil adéquat et de qualité¹.

Les rapporteurs considèrent donc que l'état de la réflexion semble encore trop peu stabilisé pour proposer dès aujourd'hui la suppression des rétrocessions. Ils se rangent aux recommandations de l'ESMA, qui proposait en 2020² à la Commission européenne de davantage évaluer les effets de la directive MIF 2 sur la distribution de produits, l'impact potentiel d'une interdiction générale selon les modèles de distribution et, surtout, les mesures qui pourraient éventuellement être prises pour contrebalancer les effets indésirables de la suppression des rétrocessions. Dans son avis technique, l'ESMA a donc plutôt choisi de proposer des clarifications des dispositions de MIF 2 en matière de conseil et de prévention des conflits d'intérêt. L'ESMA ajoute, et les rapporteurs ne peuvent que souscrire à cet objectif de moyen-terme, **un effort à mener en matière d'éducation financière des épargnants**.

De surcroît, il ne faut **pas encore accroître les divergences réglementaires entre les instruments financiers et les produits d'assurance**, ces derniers n'étant pas concernés par l'interdiction partielle des rétrocessions. Dans cette perspective, **les rapporteurs seront particulièrement attentifs aux travaux de révision de la directive « DDA », qui devraient être initiés en 2022**, lesquels devraient permettre de mener une réflexion approfondie sur ce sujet. Pour protéger les épargnants, il

¹ La FCA a toutefois largement nuancé ce constat dans son rapport « [Retail Distribution Review – Post implementation Review](#) » (décembre 2014). Dans cette étude, la FCA juge non seulement que le nombre de clients concerné plutôt faible, mais questionne même la notion de « trou noir » dans le conseil apporté aux clients. Elle a réitéré ce constat nuancé après une nouvelle évaluation en 2019, « [Evaluation of the impact of the retail distribution review and the financial advice market review](#) » (décembre 2020). Parmi les raisons cités par les investisseurs pour ne pas avoir recours aux services d'un conseiller, le problème du coût était cité par 11 % des personnes interrogées (67 % estimaient ne pas en avoir besoin, 22 % admettaient ne pas y avoir pensé, 21 % citaient un manque d'informations sur le sujet, 16 % un manque de confiance et 15 % un problème d'accès matériel. Les personnes interrogées pouvaient donner plusieurs raisons).

² « [ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II](#) », avril 2020.

semble donc plus adapté à court terme d'agir sur les autres frais et d'entamer une réduction des divergences réglementaires (*cf. infra*).

Recommandation n° 1 : évaluer, au niveau européen, les effets d'une interdiction des rétrocessions sur les modèles de distribution des produits d'épargne avant d'envisager une modification des directives du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, dite directive « MIF 2 », et du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances, dite directive « DDA ».

Niveau d'intervention : évaluation sous l'égide de l'Autorité européenne des marchés financiers et de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, et réglementation européenne.

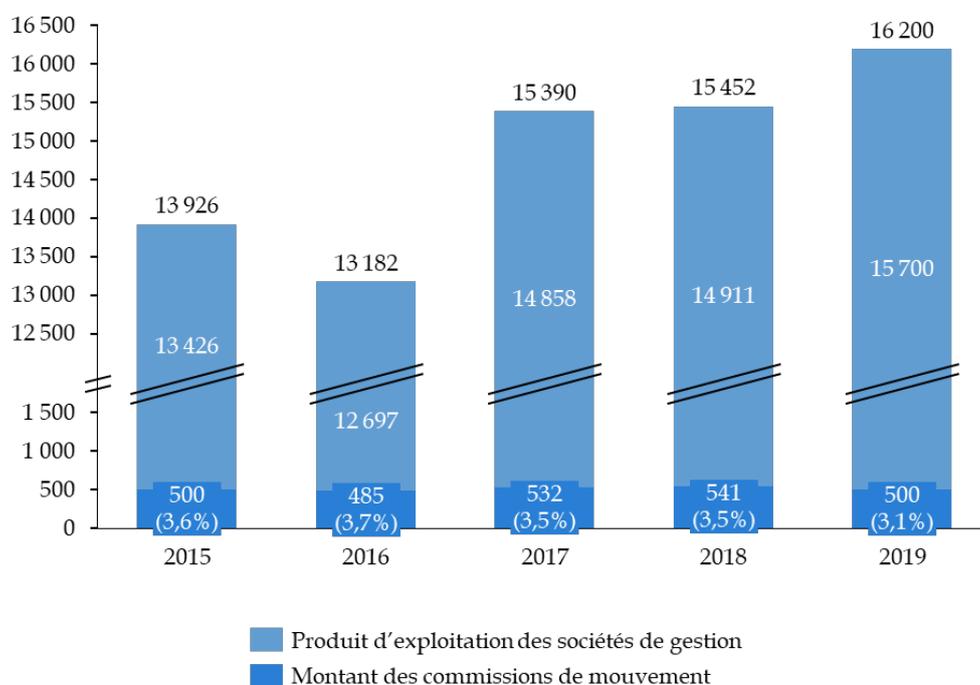
2. Interdire les commissions de mouvement, ou mettre fin à une double charge pour les épargnants

Pour rappel, les **commissions de mouvement** désignent les commissions perçues, en plus des frais d'intermédiation, à l'occasion d'opérations d'achat ou de vente portant sur le portefeuille de l'épargnant. Prévues à l'article 314-30 du règlement général de l'AMF¹, elles s'ajoutent donc aux frais de transaction que peut se voir imposer le mandant et s'élèvent à plus de **500 millions d'euros** chaque année en France, soit 3 % environ des produits d'exploitation, pour environ 650 sociétés de gestion de portefeuille bénéficiaires.

¹ [Règlement général de l'AMF en vigueur au 23 septembre 2021.](#)

Part des commissions de mouvement dans les produits d'exploitation des sociétés de gestion

(en millions d'euros)



Source : commission des finances du Sénat, d'après les données figurant dans les « Chiffres clés 2019 de la gestion d'actifs », Autorité des marchés financiers (avril 2021)

À l'instar des rétrocessions, les commissions de mouvement sont critiquées pour le **risque de conflits d'intérêt inhérent à leur fonctionnement**. Leur existence est ainsi susceptible d'encourager les gestionnaires à faire « tourner » les actifs plus fréquemment que ce qui aurait été strictement nécessaire pour défendre au mieux les intérêts de l'épargnant, un taux de rotation élevé conduisant à la perception d'un montant plus élevé de commissions.

Certes, l'article L. 533-10 du code monétaire et financier¹ impose de manière générale aux sociétés de gestion de portefeuille (SGP) et aux prestataires de services d'investissement autres que les SGP de prendre toutes les mesures raisonnables pour prévenir les conflits d'intérêt. Néanmoins, **cette obligation générale ne suffit pas à éviter les risques liés au maintien de cette catégorie de commission**, qui s'apparente à **une double-charge pour les épargnants**. Ces derniers doivent à la fois s'acquitter des frais de courtage liés à la transaction et se voir prélever une commission supplémentaire pour la société de gestion et/ou le dépositaire du fonds.

¹ [Article L. 533-10](#) du code monétaire et financier.

Les risques de conflit d'intérêts autour des commissions de mouvement, du fait notamment du constat d'un taux de rotation des actifs très élevé et dénué de tout fondement économique et/ou financier, ont donné lieu à **plusieurs contentieux portés par le collège de l'AMF devant la commission des sanctions de l'Autorité.**

Un exemple de contentieux : la société GSD Gestion

À l'issue d'un contrôle de la société de gestion de portefeuille « GSD Gestion », la commission spécialisée du collège de l'AMF a notifié plusieurs griefs à la société ainsi qu'à son directeur général et son président du conseil d'administration. Parmi ces griefs figurait le constat d'un taux de rotation élevé, pour une performance pourtant dégradée. Il est par exemple relevé qu'en 2016 le taux de rotation du portefeuille d'un des fonds concernés avait eu pour conséquence « *d'entraîner un taux de frais courants de 9,48 %, dont 4,80 % de frais de transaction* », ce qui en retour a mécaniquement affecté la performance du fonds et les rendements servis aux épargnants.

La commission des sanctions de l'AMF a donc décidé de sanctionner la société de gestion et les deux mis en cause en 2019. La société n'a pour autant pas été sanctionnée pour la méthode de calcul des commissions de mouvement, mais pour des manquements dans la gestion des conflits d'intérêts. Le directeur général a formé un recours devant le Conseil d'État contre cette décision.

Source : SAN-2019-18 - Décision de la Commission des sanctions du 20 décembre 2019 à l'égard de la société GSD Gestion et de MM. Thierry et Jacques Gautier

Ainsi, depuis l'entrée en vigueur de MIF 2 et après actualisation de ses recommandations¹, l'AMF impose aux gestionnaires d'actifs d'avertir plus particulièrement leurs clients quant au risque de conflits d'intérêts occasionné par ce mode de rémunération et d'identifier très clairement le montant des frais ainsi acquittés chaque année. L'une des bonnes pratiques identifiées par l'AMF lors de ses « visites mystère » constitue à mettre en œuvre une politique tarifaire qui permette au prestataire de tirer l'essentiel de ses revenus des frais de gestion, sans incitation particulière à faire tourner le portefeuille pour recevoir des commissions de mouvement.

Les règles en vigueur se contentent donc de sanctionner les abus – un taux de rotation excessif, l'absence de procédures visant à éviter les conflits d'intérêts – sans remettre en cause l'existence même de ces frais ni même leur méthode de calcul et leur impact sur les frais de gestion totaux.

¹ [Incitations et rémunérations : l'AMF met à jour sa doctrine au regard des textes de MIF 2.](#)

Cette réglementation est insuffisante, comme en témoigne une récente décision de la commission des sanctions de l'AMF du 18 décembre 2020¹. Dans cette affaire, et bien que la commission reconnaisse une justification économique « *discutable* » aux opérations d'achats/ventes, la société n'a pas été sanctionnée sur ce point puisque ces opérations étaient « *conformes à la politique de gestion des fonds analysés et à leur stratégie d'investissement* » et parce qu'il n'y avait pas de « *corrélation systématique* » entre le taux de rotation élevé du portefeuille et la performance dégradée du fonds. Le cumul de ces deux critères revient à **laisser une trop grande latitude aux sociétés de gestion de portefeuille**.

Lors de son audition, le président de l'AMF, Robert Ophèle, a admis que « *la légitimité des commissions de mouvement fai[sait] débat* » et qu'il était à ce titre opportun de s'interroger sur, « *éventuellement, une évolution de la réglementation* ».

Deux éléments ont pu par le passé justifier l'existence de ces frais :

- la volonté de ne pas accroître les différences de réglementation entre les prestataires de services d'investissement (PSI) et les assureurs ;

- la volonté de ne pas fragiliser les PSI dans le contexte de mise en œuvre de la directive MIF 2, qui leur a imposé de nouvelles obligations. Pour l'Association française de la gestion financière, ces frais ne constitueraient ainsi qu'une partie de la compensation des coûts engagés par les sociétés de gestion pour se soumettre à leurs obligations et renforcer leurs processus de gestion des ordres.

Néanmoins, plus de trois ans après l'entrée en vigueur de MIF 2, **il est désormais temps d'aller vers une interdiction complète des commissions de mouvement et de mettre un terme à une singularité française**. L'étonnement des représentants de l'ESMA lors de leur audition lorsque l'existence de ces frais a été rappelée est à cet égard très illustratif de ce **décalage persistant sur le marché français de l'épargne**. Cette interdiction s'appliquant à tous les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), elle bénéficierait également aux détenteurs d'assurance vie en unités de compte. Un délai d'adaptation pourrait en tout état de cause être laissé aux gestionnaires.

Il faut enfin rappeler que **les commissions de mouvement n'existent pas dans le cadre de la gestion passive et pour les fonds indiciels cotés (ETF)**, des produits à moindres frais dont le développement et la distribution pourraient être encouragés en France (cf. *infra*).

¹ [SAN-2020-14](#) - Décision de la Commission des sanctions du 18 décembre 2020 à l'égard de la société X et de M. A. Le président de l'AMF, Robert Ophèle, a formé un recours contre cette décision et au nom du Collège de l'AMF devant le Conseil d'État.

Recommandation n° 2 : interdire les commissions de mouvement pour mettre fin à une double charge pour les épargnants.

Niveau d'intervention : réglementation de l'Autorité des marchés financiers.

3. Renforcer l'encadrement des commissions de surperformance

Applicable aux fonds d'investissement alternatif (FIA) et aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), **la commission de surperformance correspond concrètement à une part variable de la commission de gestion**, perçue par la société de gestion lorsque le fonds dépasse un indice déterminé ou un seuil de déclenchement. Elle doit être expressément prévue dans le document d'information clé pour l'investisseur, cohérente avec l'objectif de gestion et ne doit pas conduire le gestionnaire à prendre des risques excessifs¹.

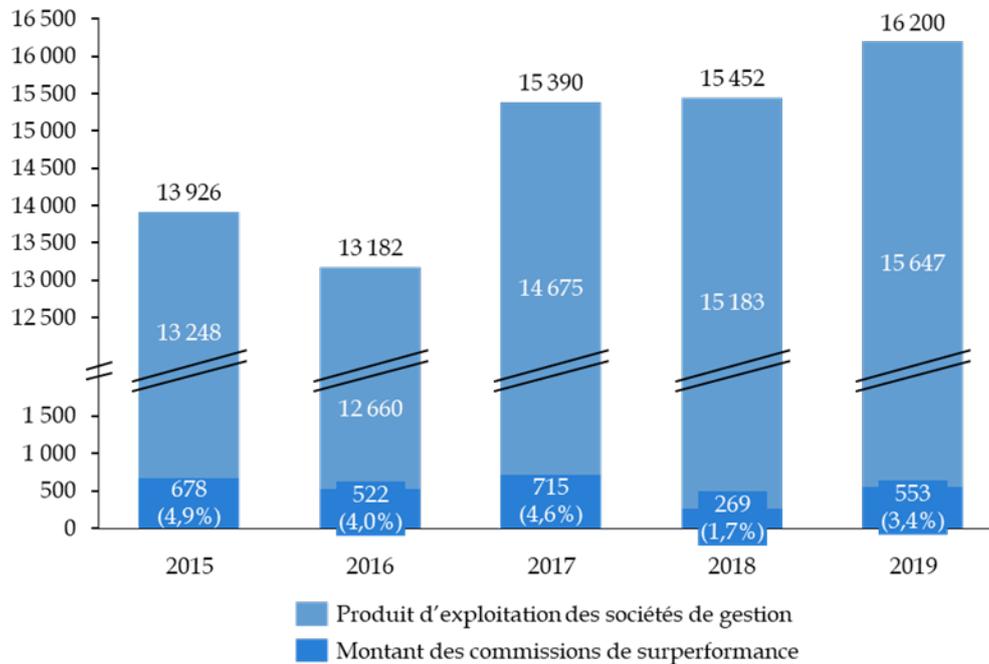
Les commissions de surperformance sont **des frais conditionnels et facultatifs**. Selon les données issues des fiches de renseignement annuelles collectées par l'AMF auprès des sociétés de gestion de patrimoine en 2019, **26 % des gérants représentant 70 % des encours de la gestion collective auprès d'une clientèle non professionnelle déclaraient des commissions de surperformance**. Leur usage varie de plus en fonction de la nature du fonds : pour les fonds monétaires, ces commissions ne sont généralement pas prélevées afin de servir d'amortisseur en cas de baisse de la performance.

Globalement, **le volume et le niveau des commissions de surperformance sont plutôt stables ces dernières années**, à l'exception de l'année 2018, marquée par la baisse la plus importante des indices boursiers depuis 2008 et donc mécaniquement par une chute de ces commissions.

¹ La définition de la commission de surperformance et ses modalités d'encadrement sont fixées respectivement aux articles 319-13 et 321-18 du [règlement général de l'AMF](#) pour les fonds d'investissement alternatif et pour les organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Part des commissions de surperformance dans les produits d'exploitation des sociétés de gestion

(en millions d'euros)



Source : commission des finances du Sénat, d'après les données figurant dans les « Chiffres clés 2019 de la gestion d'actifs », Autorité des marchés financiers (avril 2021)

La présentation de ces commissions de surperformance souffre d'une ambiguïté : leur existence et leur part relativement élevée en France peut certes témoigner d'une **gestion efficace**, au service des intérêts de l'épargnant, mais **interroge également sur les mécanismes de compensation en cas de sous-performance** et sur une éventuelle **incitation à une prise de risque excessive, au détriment des intérêts de ces mêmes épargnants**¹. L'AMF observe par ailleurs une corrélation entre l'existence de ces commissions et un taux de frais fixe plus faible : le client accepte de partager la surperformance avec le gérant en échange de coûts « fixes » moins élevés.

¹ Dans « *The costs and benefits of performance fees in mutual funds* » (mai 2019), Henri Servaes explique que c'est ce qui a conduit le Congrès américain à interdire les commissions de performance dans les fonds communs de placement, à moins qu'elles ne soient symétriques.

C'est dans ce contexte que sont intervenues ces dernières années des évolutions réglementaires, notamment sous l'impulsion du régulateur européen, avec le triple objectif :

- d'encourager **une harmonisation accrue de ces commissions** afin de limiter les risques « d'arbitrage réglementaire »¹. Dans une cartographie réalisée en 2017, l'ESMA notait que les divergences en matière de commissions de surperformance étaient de nature à entretenir une **concurrence déloyale des acteurs de la gestion d'actifs** et à **nuire à la bonne information due aux investisseurs européens** ;

- de **garantir que les sociétés de gestion agissent toujours dans l'intérêt de leurs clients**, dans la poursuite des efforts menés en la matière au niveau européen pour prévenir les conflits d'intérêts ;

- d'établir une **norme commune en matière de communication aux investisseurs**, là-encore dans la lignée des améliorations apportées dans le domaine de la transparence.

Ainsi, après plusieurs années de discussion et une consultation en 2019, l'ESMA a **publié ses orientations (guidelines) sur les commissions de surperformance au mois d'avril 2020**². Regroupées selon cinq axes, elles ont été **reprises par l'AMF**, qui a actualisé ses instructions au mois de janvier 2021 à destination des OPCVM et de certains types de FIA :

1. **harmonisation de la méthode de calcul des commissions de surperformance**, avec une liste d'éléments devant obligatoirement être pris en compte : l'indicateur de référence, la fréquence de cristallisation³, la période de référence, la quote-part de la surperformance attribuée à la société de gestion et la fréquence de calcul⁴. Les augmentations de performance « mécaniques », dues à la hausse des souscriptions, doivent être neutralisées, ce qui était déjà le cas en France ;

2. cohérence entre le modèle de commission de surperformance et les objectifs, la stratégie et la politique du fonds en matière d'investissement. Le gestionnaire doit vérifier périodiquement cette cohérence ;

3. **fréquence de prélèvement des commissions de surperformance, avec une fréquence de cristallisation au moins supérieure à un an** (sauf pour les modèles des *fulcrum fees*, cf. *infra*) ;

¹ Pour reprendre les termes de M. Gnoni, chef d'équipe « protection des investisseurs et intermédiaires » à l'ESMA lors de son audition par les rapporteurs.

² ESMA, [Final Report – Guidelines on performance fees in UCITS and certain types of AIFs](#) (avril 2020).

³ Soit le moment à partir duquel les commissions de surperformance accumulées deviennent exigibles, ce qui s'accompagne d'une date de cristallisation à laquelle la commission de surperformance est effectivement portée au crédit du gestionnaire.

⁴ La fréquence de calcul de la commission de surperformance doit obligatoirement correspondre à la fréquence de calcul de la valeur nette d'inventaire.

- le **rattrapage des performances négatives** : toute sous-performance du fonds sur une période de référence de cinq ans doit avoir été compensée avant que la commission de surperformance ne devienne exigible¹. Cette période de cinq ans peut être glissante ou non selon le modèle de commission de surperformance et permet d'éviter qu'un épargnant ne soit conduit à payer « deux fois » pour un même niveau de performance² ;

- la communication du modèle de commissions de surperformance aux investisseurs et le montant prélevé chaque année.

Ces orientations de l'ESMA feront l'objet d'une évaluation et seront soumises à des ajustements, afin d'obtenir une application homogénéisée au niveau européen. **Les discussions en particulier sur le mode de calcul de la période de cinq ans**, durée critiquée en amont de la publication des orientations de l'ESMA par plusieurs régulateurs et associations de sociétés de gestion financière comme ne correspondant pas à l'horizon de placement recommandé de l'ensemble des fonds. L'AMF par exemple recommandait davantage de flexibilité, avec une période minimale d'un an.

Ces **orientations ne conduisent toutefois pas à un modèle strictement symétrique**. Le système de rétribution de la performance demeure donc asymétrique, même s'il y a eu des **efforts notables pour mieux l'encadrer**, que ce soit au niveau national - y compris pour les reprises et les dotations de provision³ - ou, désormais, au niveau européen. Il est en effet **primordial que la surperformance d'un fonds ne profite pas de manière disproportionnée aux gestionnaires, au détriment des épargnants**.

En Irlande par exemple, le **modèle des « fulcrum fees »** est très répandu, comme aux États-Unis. Dans ce modèle, les frais de gestion financière contiennent une part de frais variables. Ils varient donc entre un niveau plancher et un niveau plafond en fonction de la performance relative du fonds par rapport à un indice de référence sur une période donnée. Dans ce modèle, le pourcentage des frais variable est fixé à un niveau prédéterminé au début de chaque période et leur montant définitif s'ajuste ensuite autour de ce montant prédéfini. En cas de sous-performance, une commission négative peut être déduite des frais fixes, dans la limite du plancher.

Ce modèle n'est pas utilisé en France et, bien que sa logique incitative soit intéressante, forcer son adoption apparaît tout à la fois contreproductif et susceptible de soulever des difficultés impossibles à évaluer en amont pour les sociétés de gestion de portefeuille. En revanche, et

¹ Les modalités précises de calcul de cette période de cinq ans varient selon le modèle de commission de performance choisi par le fonds.

² Par exemple, si en année n le fonds surperforme à un niveau x , puis chute en année $n+1$, avant de nouveau surperformer au niveau x en $n+2$.

³ L'Autorité des marchés financiers impose que le taux contractuel de dotation de provision en cas de hausse de la performance soit au moins inférieur au taux de reprise en cas de baisse de la performance.

pour poursuivre les efforts d'encadrement de ces commissions, et éviter qu'elles ne viennent servir les seuls intérêts du gestionnaire, les rapporteurs soutiennent la **généralisation d'une période de rattrapage des performances glissante de cinq ans pour tous les fonds et pour toutes les méthodes de calcul des commissions de surperformance**. Cette évolution serait plus protectrice pour les épargnants, sans pour autant bouleverser les sociétés de gestion de portefeuille.

Recommandation n° 3 : garantir la mise en œuvre de l'encadrement de l'exigibilité des commissions de surperformance avec l'imposition d'une période de calcul de cinq ans glissants et expliciter la méthode de calcul de la commission de surperformance dans les documents remis à l'investisseur.

Niveau d'intervention : réglementation européenne et réglementation de l'Autorité des marchés financiers.

4. Réduire l'écart réglementaire entre les assureurs et les autres intermédiaires financiers pour favoriser une concurrence loyale

Si une forme de convergence réglementaire a été opérée en matière d'information des épargnants sur les frais entre les produits assurantiels et les autres produits financiers, les deux univers normatifs continuent de se distinguer sur plusieurs aspects. Or, cette asymétrie réglementaire constitue **un point de fuite de la protection des épargnants**, en ce qu'il entretient une concurrence réglementaire entre les produits, sans lien avec la performance servie à l'épargnant.

Ainsi, deux sujets de divergence réglementaires ont particulièrement retenu l'attention des rapporteurs dans le cadre de leurs travaux.

a) Faire converger les règles en matière d'encadrement des rémunérations

À défaut d'une interdiction généralisée des rétrocessions de commissions, option à ce jour écartée par les rapporteurs, il est néanmoins permis de s'interroger sur **la justification des différences d'encadrement des frais selon que l'épargnant se tourne vers un assureur ou un autre intermédiaire financier**.

En effet, comme précédemment indiqué, il est nécessaire de distinguer **les frais liés aux produits**, c'est-à-dire les frais propres à un organisme de placement collectif (OPC), **des frais liés à la rémunération des distributeurs**. Si les premiers sont marqués par une certaine liberté tarifaire, et ne varient pas selon que la souscription est opérée en direct ou au sein d'un contrat d'assurance vie, les seconds sont régis par des corpus réglementaires différents (*cf. supra*).

Si ceux-ci visent à prévenir les pratiques de rémunérations des intermédiaires susceptibles d'aller à l'encontre de l'intérêt des épargnants, **ils ne présentent pas une approche strictement identique en ce qui concerne les rétrocessions** perçues par les distributeurs de la part des tiers gestionnaires des placements (sociétés de gestion de portefeuille ou assureurs).

Premièrement, lorsque le conseil en investissement est fourni de façon indépendante par un conseiller en investissements financiers (CIF) ou par un prestataire de services d'investissement (PSI)¹, ou dans le cadre de la gestion de portefeuille pour le compte de tiers², **la directive MIF 2 prévoit que les rémunérations en question ne peuvent être conservées** par le CIF ou le PSI, et doivent donc être restituées au client. Au contraire, les rétrocessions de commissions sont permises pour les intermédiaires en assurance pour ce type de conseil.

Deuxièmement, l'approche réglementaire diffère également pour l'encadrement des rémunérations pour le conseil non-indépendant.

Ainsi, la directive DDA autorise la conservation des commissions versées par les tiers aux distributeurs, **dès lors qu'elles n'ont pas un impact négatif sur la qualité du service**³.

La directive MIF 2 prévoit des conditions plus strictes de conservation de ces commissions dans le cadre du conseil non-indépendant. En effet, ces commissions sont en principe interdites, mais elles peuvent être conservées si leur versement a pour objet **d'améliorer la qualité du service concerné au client**⁴.

Interrogée sur ce point par les rapporteurs, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) justifie ces divergences réglementaires en raison **des particularités de chacun de ces deux types de distributeurs.** Ainsi, *« alors que le conseil en investissement est un service facultatif qui peut ne pas être proposé aux investisseurs (...), la commercialisation de produits d'assurance est toujours sujette à des obligations d'information et de conseil de la part du professionnel »*⁵.

Néanmoins, les rapporteurs soulignent que cette divergence réglementaire encourage la distribution des produits financiers via l'offre de contrats d'assurance vie, plutôt que *via* la fourniture d'un service d'investissement.

¹ Article 24(7)(b) de la directive dite MIF 2.

² Article 24(8) de la directive dite MIF 2.

³ Article 29 de la directive dite DDA.

⁴ Article 24 de la directive dite MIF 2. Les critères d'amélioration de la qualité du service sont détaillés à l'article 314-14 du règlement général de l'AMF.

⁵ Réponse au questionnaire des rapporteurs.

Afin d'accroître la concurrence sur le marché de la distribution des produits d'investissement, les rapporteurs considèrent qu'il conviendrait de transposer au secteur assurantiel les règles d'encadrement des rémunérations des PSI et des CIF. Cet alignement réglementaire serait calqué sur celui actuellement en vigueur pour les PSI et les CIF, c'est-à-dire en retenant les standards plus exigeants de la directive MIF 2.

Recommandation n° 4 : aligner les règles d'encadrement des rémunérations des distributeurs d'assurances sur celles applicables aux intermédiaires financiers afin de réduire les divergences réglementaires pour le conseil non-indépendant.

Niveau d'intervention : réglementation européenne.

b) Un cadre juridique distinct pour les mandats d'arbitrage en unités de compte

Dans le même esprit, **l'encadrement du mandat d'arbitrage en assurance vie constitue une autre divergence réglementaire identifiée entre les assureurs et les sociétés de gestion de portefeuille (SGP).**

Le mandat d'arbitrage en assurance vie permet au souscripteur, ou titulaire, du contrat de déléguer à un tiers la possibilité de modifier la répartition des différents supports au sein de son contrat, mais aussi de sélectionner les unités de compte. Le mandat d'arbitrage peut être confié à un assureur ou à une société de gestion de portefeuille.

Toutefois, d'un point de vue juridique, l'arbitrage des unités de compte et un mandat de gestion de portefeuille ne sont pas similaires.

En effet, **les unités de compte souscrites dans le cadre d'un contrat d'assurance vie ne sont pas des instruments financiers** et, par conséquent, le mandat d'arbitrage ne confère aucun droit au souscripteur du contrat sur les actifs sous-jacents aux unités de compte. **Dans le cadre d'un mandat de gestion de portefeuille, l'investisseur est au contraire propriétaire des titres dont il a délégué la gestion.** Par conséquent, l'exercice du mandat d'arbitrage dans le cadre de contrats d'assurance vie en unités de compte n'est encadré que par les dispositions générales du mandat prévues par le Code civil.

Or, s'agissant des sociétés de gestion de portefeuille qui exercent une telle activité, l'Autorité des marchés financiers (AMF) demande¹ à ce que ces sociétés s'engagent à appliquer les mêmes règles d'organisation et de bonne conduite que celles applicables au service de gestion de

¹ Position – recommandation AMF doc-2012-2019, guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés.

portefeuille pour le compte de tiers¹. L'exercice de cette activité requiert un agrément de l'AMF en tant que prestataire de services d'investissement, et est régi par les dispositions de la directive MIF 2, qui prévoient notamment l'interdiction des rétrocessions de commission.

Toutefois, dans l'attente d'une clarification de l'encadrement des mandats d'arbitrage dans le cadre de contrats d'assurance vie en unités de compte pour les sociétés de gestion de portefeuille, l'AMF ne s'oppose pas auxdites sociétés qui ne respectent pas, dans le cadre précis de ce mandat et sous certaines conditions, l'interdiction de conservation des rétrocessions de commissions. Cette concession vise à ne pas creuser davantage les divergences entre les assureurs et les sociétés de gestion de portefeuille, au détriment de ces dernières.

En conséquence, une clarification législative de l'activité de mandat d'arbitrage en assurance vie est nécessaire, d'autant que l'hétérogénéité des pratiques professionnelles peut être particulièrement préjudiciable aux épargnants, dans un contexte où l'arbitrage en faveur d'unités de compte est encouragé par les taux bas. Dans cette perspective, le pôle commun à l'ACPR et à l'AMF avait déjà alerté en 2015 sur la nécessité d'harmoniser les conditions d'accès et d'exercice de cette activité, pour éviter des pratiques hétérogènes².

Les auditions menées par les rapporteurs ont fait état de **discussions entre l'AMF et l'ACPR déjà abouties en ce sens**, sans qu'une modification législative n'ait pu être concrétisée jusqu'à présent.

Recommandation n° 5 : modifier le code des assurances pour y prévoir une définition spécifique de l'arbitrage en assurance vie - conditions d'accès, modalités de conclusion du mandat, obligations des mandataires envers les souscripteurs du contrat - afin de protéger les épargnants de pratiques hétérogènes entre les intermédiaires exerçant un mandat d'arbitrage en assurance vie.

Niveau d'intervention : législatif.

¹ Aux termes de l'article D. 321-1 du code monétaire et financier, « Constitue le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers ou une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement dans le cadre d'un mandat donné par un tiers ; ».

² Rapport d'activité de 2015 du pôle commun à l'APCR et à l'AMF.

B. PERMETTRE À L'ÉPARGNANT DE FAIRE UN CHOIX PLUS ÉCLAIRÉ

1. Rendre obligatoire le référencement de produits indiciaires à bas coûts

a) Des produits encore trop peu recommandés

D'après les informations communiquées aux rapporteurs, **aucun conseiller en investissement ou chargé de clientèle en établissement financier n'a proposé de fonds indiciaires, en gestion passive, cotés ou non** (cf. *supra*), à ses clients lors des visites mystère organisées par l'AMF¹.

Les visites « mystère »

L'Autorité des marchés financiers (AMF) effectue depuis 2010 des « visites mystère » auprès des établissements afin de mieux connaître les bonnes et les mauvaises pratiques en matière de commercialisation des produits financiers. L'AMF recourt pour ces visites à un prestataire externe, chaque client mystère disposant ensuite d'un profil précis (risquophobe, « fourmi », jeune actif, banque privée, tutelle, risquophile) et remplit une grille de restitution élaborée par l'AMF. Chaque établissement peut ensuite connaître ses résultats et se situer par rapport aux autres. Au cours de la dernière campagne lancée par l'AMF, et après l'entrée en vigueur de MIF 2, ce sont 220 visites qui ont été réalisées dans ces conditions, dans 11 établissements.

En parallèle, l'AMF développe depuis 2018 des contrôles « SPOT » (Supervision des pratiques opérationnelles et thématiques), qui portent sur un échantillon plus restreint d'acteurs du marché (cinq par thème en général) et sur une durée plus courte.

Source : réponse de l'AMF au questionnaire des rapporteurs

S'il est impossible d'obliger les conseillers à proposer ces produits, ou tout du moins de s'assurer qu'ils le font quotidiennement auprès de leurs clients, **imposer leur référencement pourrait constituer une première étape**. Cette base de données donnerait une **nouvelle information qualitative aux épargnants, pour éclairer leur choix et leur permettre soit de se diriger de manière autonome vers de tels produits, soit de demander à leurs conseillers de les orienter vers ces produits**.

Il est vrai, et les rapporteurs ont eu l'occasion de le souligner précédemment, qu'il y a eu des **progrès notables en matière de transparence sur les frais**. L'AMF a ainsi relevé une nette amélioration depuis MIF 2 dans l'information aux clients et dans l'effort de proposer des solutions différentes

¹ C'est ce que relève également une [étude de la Commission européenne en 2018 sur les systèmes de distribution des produits d'investissement de détail](#). Si les ETF sont très accessibles et majoritairement proposés sur les prestataires de services d'investissements en ligne, ils sont quasiment absents des produits proposés par les distributeurs traditionnels, à l'exception d'un petit nombre d'établissements en Allemagne, en Espagne et des conseillers financiers indépendants au Royaume-Uni.

selon le profil du client. Elle soulignait également, au terme des différents contrôles et visites menés, que le nombre de produits proposés augmentait lui aussi, tout comme le nombre de produits risqués. Il peut dans ce cas être **difficile pour l'épargnant de se repérer et de sélectionner les informations les plus pertinentes pour choisir un produit plutôt qu'un autre.**

Surtout, et c'est un aspect plus critiquable pour les rapporteurs, **la présentation des frais et des inconvénients de chaque produit est encore trop souvent lacunaire et superficielle lors de l'échange oral entre le chargé de clientèle et l'épargnant.** La présentation des produits s'appuie enfin très largement sur la documentation commerciale, et non sur les documents réglementaires, standardisés, qui ne sont remis qu'ultérieurement au client.

Dans ce contexte, et pour éclaircir cet environnement informatif dense, **le référencement des produits indiciaires à bas coûts devrait être obligatoire pour tous les produits d'épargne fiscalement avantageux, afin de fournir une information complète aux investisseurs.** Il reviendrait ensuite à l'AMF, au cours de ses contrôles et des visites mystère, de s'assurer que tous les choix de frais et de type de gestion sont bien présentés aux futurs clients. L'ACPR serait chargée de la même mission pour les assureurs.

Une troisième piste a été évoquée lors des travaux préparatoires des rapporteurs, celle d'une **auto-évaluation des fonds**, sur le modèle de ce qu'impose aujourd'hui l'autorité de supervision britannique (FCA - *Financial Conduct Authority*) aux gestionnaires de fonds. Cette auto-évaluation doit leur permettre de répondre à la question suivante : « les investisseurs en ont-ils pour leur argent ? » (*value for money*). Elle repose sur sept critères¹ :

- la qualité de service (gamme et qualité des services proposés aux investisseurs) ;
- la performance (après déduction des frais et sur une période cohérente avec les objectifs et la stratégie du fonds) ;
- les coûts de gestion ;
- les économies d'échelles réalisées par le gestionnaire ;
- les frais pratiqués par des gestionnaires d'actifs pour des services comparables ;
- les services comparables offerts par les autres acteurs et les frais qui y sont attachés ;
- les parts de fonds (est-ce approprié qu'un investisseur détienne des parts dans un fonds pour des frais plus élevés que ceux s'appliquant à d'autres parts comparables ?).

¹ *Financial Conduct Authority, [COLL.6.6 Powers and duties of the scheme, the authorised fund manager and the depositary](#) (obligation mise à jour le 30 juin 2019, COLL. 6.6.20 et 6.6.21).*

Si cette pratique est séduisante, elle se heurte toutefois à **plusieurs limites**. Tout d'abord, les gestionnaires de fonds sont libres de définir les modalités d'évaluation et de présentation de chacun des critères, sans modèle harmonisé, ce qui rend tout effort de comparaison difficile. Ensuite, il est impossible pour une autorité de supervision, à charge constante, de pouvoir vérifier le contenu de ces auto-évaluations et leur exactitude. Enfin, il serait laborieux pour un épargnant d'aller consulter chacun de ces documents pour sélectionner ses produits.

Pour toutes ces raisons, **le référencement des produits indiciels à bas coûts, avec une indication de performance, semble être une piste plus prometteuse à ce stade.**

b) Une transparence accrue pour favoriser distribution élargie ?

Cet effort de référencement et de transparence pourrait avoir un **effet d'entraînement sur le développement de la gestion passive**. Lors de leur audition, les représentants de Yomoni ont expliqué aux rapporteurs que la faible part de la gestion passive en France (cf. *supra*) s'expliquait tant par **un problème d'offre**, avec des produits trop peu distribués par les réseaux, que par un problème de demande. Un référencement de ces produits par les acteurs et une diffusion de cette information pourraient remédier au moins partiellement à ces deux difficultés.

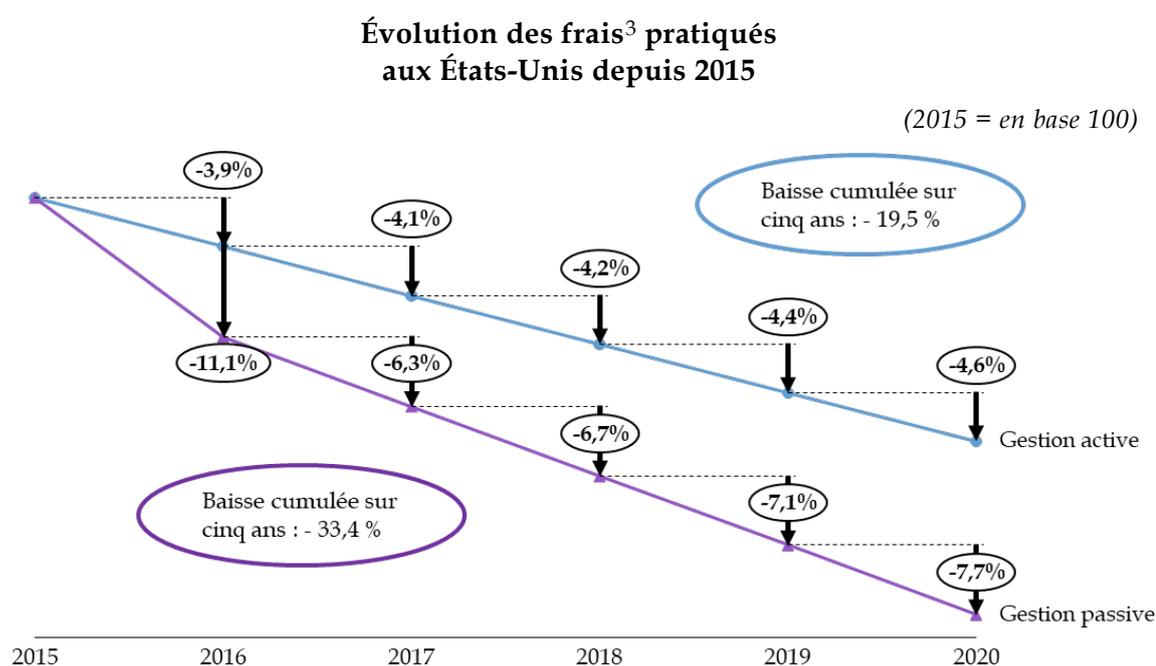
En effet, dans les pays où ces produits sont devenus plus visibles, **la part des encours de gestion passive a connu une augmentation significative et soutenue** ces dernières années, avec une « fuite » très nette des encours des fonds les plus onéreux vers les fonds à bas coûts. D'après les données réunies par Morningstar¹ sur les États-Unis entre 2013 et 2020, les 80 % des fonds actifs les plus onéreux ont connu une collecte annuelle négative, tandis que le quintile le moins onéreux et les fonds passifs ont connu une collective annuelle positive. 93 % des encours entrants (445 milliards de dollars) se sont portés sur des fonds parmi les 5 % les moins chers proposés sur le marché américain.

Cette transparence accrue pourrait ainsi venir renforcer la tendance observée ces dernières années, avec chaque année des **records de collecte pour les fonds indiciels cotés (ETF) en Europe**. Sur les 660 milliards de dollars de collecte constatée au premier semestre 2021, 112 milliards de dollars ont concerné le marché européen, où les encours sur les ETF représentaient environ 1 500 milliards de dollars à la fin du mois de juin 2021, contre 6 500 milliards de dollars aux États-Unis². Se distinguent en particulier, parmi ces ETF, ceux qui poursuivent des stratégies ESG (objectifs environnementaux, sociaux et de gouvernance).

¹ Morningstar, [2020 US Fund Fee Study – Fees keep falling](#) (août 2021).

² Les Échos, « [Les ETF affolent les compteurs](#) », 19 juillet 2021.

Par ailleurs, la diffusion de ces produits aux frais moins élevés peut entretenir une saine compétition et conduire les gestionnaires de produits relevant de la gestion active à diminuer les frais pratiqués, au bénéfice des épargnants. C'est le constat dressé par Morningstar pour les États-Unis¹ : les flux massifs d'encours vers les fonds les moins onéreux ont conduit à une baisse généralisée des frais, avec même une proportion plus forte de fonds actifs susceptibles d'afficher une baisse de leurs frais l'année suivante. Le graphique présente cette double évolution pour les gestions passive et active aux États-Unis, tous types de fonds confondus².



Source : Morningstar, *2020 US Fund Fee Study - Fees keep falling* (août 2021)

Les frais moyens aujourd'hui pratiqués aux États-Unis seraient en moyenne de 0,12 % en 2020 pour la gestion passive et de 0,62 % pour la gestion active⁴, contre 0,36 % et 1,26 % en France.

¹ Ibid.

² Cette agrégation masque des évolutions annuelles différentes selon le type d'actifs. Les chiffres détaillés sont disponibles dans l'étude de Morningstar précitée.

³ Calcul basé sur les frais appliqués avec la méthode de pondération en fonction de la valeur de chacun des actifs.

⁴ Selon les données calculées par Ben Johnson pour Morningstar, [How low can fund fees go?](#), août 2021.

Certes, **l'objectif n'est pas d'atteindre le même niveau que les États-Unis : les contraintes et les caractéristiques des marchés d'épargne sont bien trop différentes.** Cependant, en accroissant la communication et la transparence autour de l'existence et de l'accessibilité des produits indiciels à bas coût, un double objectif est poursuivi, dans la lignée de la directive MIF 2 :

- d'une part, **inciter les épargnants à mieux comparer les frais et à privilégier des produits moins onéreux ;**

- et, d'autre part **engager une baisse généralisée des frais,** par l'accroissement de la compétition.

Il convient ici de rappeler qu'**une baisse de frais, même de quelques centièmes de pourcentage, se traduit par des économies substantielles pour les épargnants.** Ben Johnson, directeur de recherche sur la gestion passive au sein de Morningstar¹ écrivait ainsi que la baisse moyenne des frais de 0,44 % en 2019 à 0,41 %² en 2020 pouvait se traduire par une économie de 6,2 milliards de dollars pour les investisseurs, avec le réinvestissement de ces sommes « économisées ».

Ce référencement obligatoire des produits indiciels viendrait donc s'ajouter aux évolutions réglementaires intervenues ces dernières années et propres à encourager le développement de la gestion passive et des fonds moins coûteux pour les épargnants. Au Royaume-Uni, la transparence accrue en matière de frais, la suppression des rétrocessions et la pression à la baisse sur les frais auraient ainsi conduit de plus en plus de conseillers financiers indépendants à orienter leurs clients vers la gestion passive, moins onéreuse³.

Les rapporteurs sont toutefois bien conscients que ce référencement ne constituera pas une « solution miracle » pour le développement de la gestion passive en France, d'autres facteurs pouvant intervenir et le marché européen se distinguant de surcroît par la fragmentation de ses places de cotation. Le référencement des produits indiciels à bas coûts constituerait pour autant **une étape cruciale pour élargir l'horizon d'investissement des épargnants.** Sur ce sujet comme sur les autres thématiques abordées dans ce rapport, ce sont également **les progrès en matière d'éducation financière qui pourront, à plus long terme, guider les investisseurs dans la sélection des produits qui leur sont proposés.**

¹ Dans un article écrit pour Morningstar, [How low can fund fees go?](#), août 2021.

² Là-encore, avec une pondération par type d'actifs.

³ Euroclear, « [A new dawn for Europe's retail ETFs](#) », janvier 2018.

Recommandation n° 6 : rendre obligatoire le référencement des produits indiciaires à bas coût dans tous les produits d'épargne fiscalement avantageés, afin de favoriser leur distribution et la baisse des frais supportés par les épargnants.

Niveau d'intervention : autorité des marchés financiers et Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

2. Développer un comparatif des frais moyens d'assurance vie pour en connaître le « coût complet »

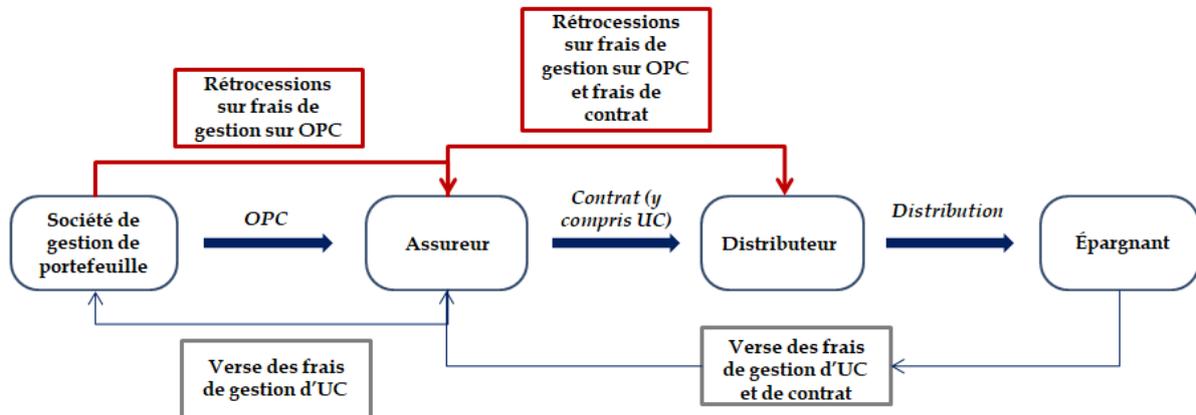
La structure des coûts pour l'épargnant de la souscription d'un contrat d'assurance vie est particulièrement complexe. En effet, deux catégories de frais se cumulent :

- **les frais afférents à la gestion du contrat** par l'assureur, tels que les frais d'entrée, les frais de gestion du contrat, les frais d'arbitrage, etc. ;
- **les frais propres au support d'investissement du contrat**, dès lors que des unités de compte sont souscrites.

En effet, contrairement à la souscription en direct des parts d'organismes de placement collectif (OPC), l'épargnant qui souscrit une unité de compte (UC) n'est pas propriétaire des actifs sous-jacents. Il dispose d'un droit de créance sur l'assureur qui investit son épargne dans un OPC et s'engage à valoriser l'unité de compte de la valeur de l'actif sous-jacent. Ainsi, **l'accumulation de ces deux « strates » de frais pour l'épargnant résulte d'une importante intermédiation** de la gestion de son épargne au sein du contrat d'assurance vie.

À cette structure de coûts complexe s'ajoute **un schéma de distribution de la rémunération des différents intermédiaires**, *via* des rétrocessions de commissions, peu lisible pour l'épargnant non aguerri. En effet, une partie des frais de gestion perçue par l'OPC est rétrocédée, sous forme de moindre valorisation pour le client, à l'assureur ainsi qu'à l'intermédiaire auprès duquel l'épargnant a souscrit son contrat. De la même façon, une partie des frais de gestion de contrat est rétrocédée de l'assureur au distributeur.

Schéma de distribution en contrat d'assurance vie



Source : commission des finances du Sénat, à partir du rapport du CCSF de 2021 sur les nouveaux plans d'épargne retraite¹

Dans ce contexte, **présenter le « coût complet » de l'assurance vie à l'épargnant semble difficile**. Interrogée sur ce point par les rapporteurs, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a confirmé la difficulté de la collecte de données sur les frais moyens pratiqués sur les contrats d'assurance vie, également partagée par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP).

De plus, l'ACPR a également soulevé que **les récentes améliorations de l'information des épargnants prévues par le règlement européen dit « PRIIPS »², applicable depuis le 1^{er} janvier 2018, n'avaient pas atteint l'objectif de transparence**. En effet, « les documents d'informations clés (DIC) donnent aux investisseurs de détail non pas les performances passées du produit mais une estimation des performances futures ; les coûts sont exprimés en réduction de rendement annualisé et sont difficiles à réconcilier avec la documentation contractuelle ; enfin, et surtout, cette réglementation ne traite pas de manière satisfaisante le cas des contrats multi-supports »³.

La loi dite « Pacte » a déjà accru les exigences en matière de transparence sur les frais appliqués aux contrats d'assurance vie, grâce à la communication préalable d'une information relative à la performance de chaque unité de compte⁴, y compris une indication des frais de gestion prélevés sur l'actif en représentation de l'unité de compte, ou encore la part

¹ Les plans d'épargne retraite (PER) issus de la loi « Pacte » prennent la forme d'un contrat d'assurance vie ou d'un compte-titres.

² Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

³ Réponse au questionnaire des rapporteurs.

⁴ Article L. 522-5 du code des assurances.

des frais ayant donné lieu à des rétrocessions de commissions au profit d'intermédiaire¹.

Dans cette perspective, les rapporteurs relèvent avec intérêt la recommandation du récent rapport du **Comité consultatif du secteur financier (CCSF)** qui propose, à l'issue de ses travaux sur les nouveaux plans d'épargne retraite, d'envisager la mise en œuvre d'un comparateur public des frais de l'assurance vie, sur le modèle des rapports de l'Observatoire des tarifs bancaires (OTB), sous réserve que « *l'information tarifaire devienne plus facilement accessible* »².

Ainsi, **les rapporteurs estiment que cette mission pourrait, par exemple, être assurée par l'ACPR, afin d'établir à échéance régulière une estimation du coût total de l'assurance vie.**

Recommandation n° 7 : publier, à échéance régulière, un comparatif des frais moyens d'assurance vie afin d'informer les épargnants sur le « coût complet » de ce produit.

Niveau d'intervention : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

C. DÉVELOPPER ET ADAPTER LES PRODUITS EXISTANTS AUX NOUVELLES CONTRAINTES DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE

1. Maintenir la limitation géographique du PEA, tout en protégeant l'épargnant en cas d'achat d'une action inéligible

Environ **4,7 millions de plans d'épargne en actions (PEA)**, produits d'épargne destinés à être investis en bourse, sont aujourd'hui ouverts. Une personne peut détenir un seul PEA, avec un plafond de versement à 150 000 euros (300 000 euros pour un couple marié ou pacsé). Il est notamment privilégié par les ménages pour leurs investissements de long-terme (au moins 10 ans)³.

¹ Article A. 522-1 du code des assurances.

² Rapport du Comité consultatif du secteur financier (CCSF) de 2021 sur les nouveaux plans d'épargne retraite, p. 60.

³ Selon une étude du CSA pour l'AMF réalisée en 2020, 24 % des investisseurs se projetaient sur une durée de détention de leur PEA de cinq à dix ans, et 73 % au-delà de dix ans. Étude : « [Investisseurs particuliers : leurs motivations et leurs pratiques d'investissement](#) », octobre 2020.

Les titres pouvant être détenus dans un PEA

- Titres éligibles : les actions (les actions cotées ou, sous certaines conditions, non cotées, les parts de sociétés à responsabilité limitée, les titres de capital de sociétés coopératives), ainsi que les parts de placements collectifs investis à au moins 75 % en actions et titres de sociétés ayant leur siège dans l'Union européenne ou dans un État de l'Espace économique européen.

- Titres non éligibles : les parts de sociétés civiles immobilières, les actions des sociétés foncières, les obligations, les titres ou droits démembrés, les titres détenus dans le cadre de l'épargne salariale ou acquis lors de la levée de stock-options, les bons de souscription d'actions.

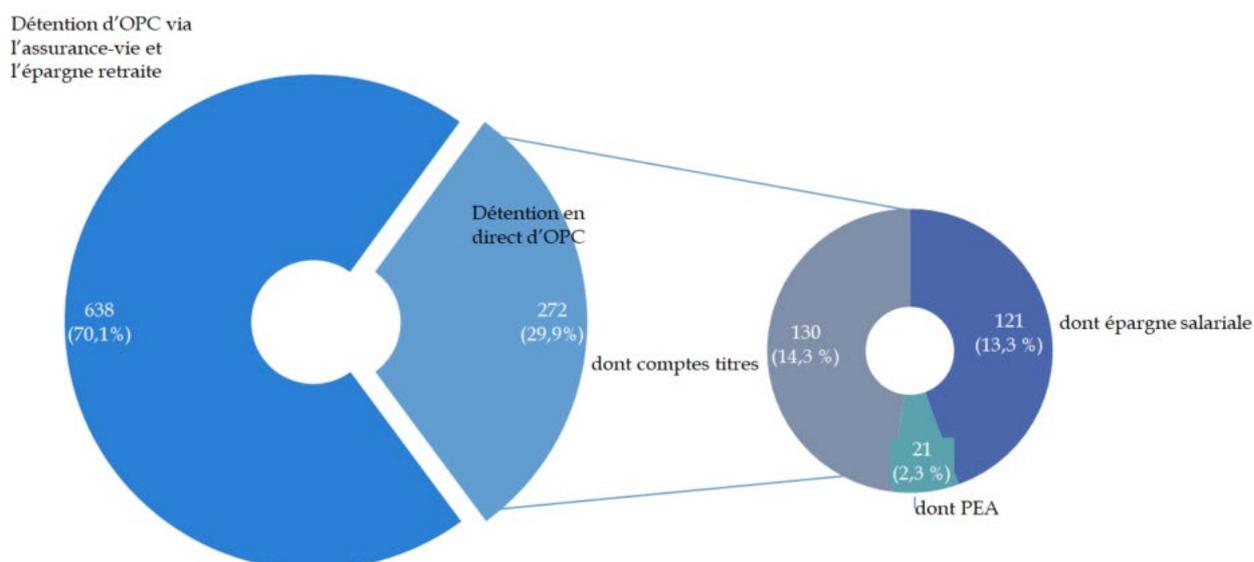
Source : Autorité des marchés financiers, « PEA : tout savoir sur le plan d'épargne en actions »

Le PEA emporte avec lui l'octroi d'un avantage fiscal : au bout de cinq ans, les dividendes et les plus-values sont exonérés d'impôt sur le revenu (12,8 %), mais restent soumis aux prélèvements sociaux (17,2 %). **Le PEA est l'un des produits par lequel les épargnants peuvent détenir en direct des parts d'organismes de placement collectif (OPC)**, un mode de détention encore très minoritaire en France. Les épargnants français se placent ainsi au 14^e rang européen en matière d'investissement direct dans des fonds d'investissement¹.

¹ Selon des données communiquées par l'AMF aux rapporteurs, tirées d'une étude de l'EFAMA (European Fund and Asset Management Association) sur la détention des actifs financiers des ménages européens à la fin de l'année 2017.

Détention dans les organismes de placement collectif (OPC) à la fin de l'année 2018

(en milliards d'euros et en %)



Source : réponse au questionnaire adressé à l'Autorité des marchés financiers par les rapporteurs

Jusqu'au début des années 2000, le PEA et son avantage fiscal étaient quasi-intégralement réservés au financement de l'économie française, soit à l'achat d'actions cotées de France. Après des élargissements successifs, et sous l'impulsion des autorités européennes, cette limitation géographique a été supprimée, en dépit des réticences que pouvaient y opposer l'administration fiscale ou le Gouvernement. Le PEA accueille désormais des actions d'entreprises cotées de l'Union européenne ou de placements collectifs investis à 75 % au moins en actions de ces entreprises. Aujourd'hui, d'après les données collectées par le CSA pour l'AMF, plus de 60 % des supports détenus au sein d'un PEA ou d'un compte-titre seraient des actions de grandes entreprises du SBF120¹, 5 % des ETF.

¹ Cet indice boursier, signifiant « Société des Bourses Françaises » se compose à la fois des valeurs du CAC 40 et des 80 valeurs suivantes les mieux classées en termes de capitalisation boursière et de liquidité.

Au cours de leurs travaux, les rapporteurs se sont d'abord intéressés à la suggestion de plusieurs acteurs de **supprimer toute limitation géographique au PEA**. En effet, cette limitation est aujourd'hui contournée. En recourant à des *swaps* ou contrats de performance avec une banque d'investissement, soit des contrats permettant d'échanger la performance d'un panier de valeurs contre un autre, en échange d'une commission, certains fonds permettent d'accéder à des actions détenues partout dans le monde. Pour reprendre l'exemple donné par Yomoni¹, les épargnants peuvent par exemple choisir d'investir dans un fonds indiciel coté (ETF) répliquant le CAC 40 et donc éligible au PEA. Le gérant du fonds passe un contrat de *swap* avec une banque d'investissement, qui délivre, en contrepartie d'une commission, la performance de l'indice des actions américaines. Ce sont des ETF dits à réplification synthétique.

Toutefois, **la limitation géographique du PEA se justifie par le fait de réserver l'avantage fiscal qui lui est lié, et donc la dépense publique, au financement de l'économie française, puis européenne**. À court-terme, il semble donc plus pertinent de conserver cette restriction, les épargnants pouvant se tourner vers d'autres produits pour diversifier leur portefeuille d'actions. De plus, **supprimer cette limitation géographique pourrait s'avérer contreproductif pour la protection des épargnants : les épargnants les moins avertis pourraient prendre des risques non maîtrisés**, en allant acheter des actions cotées sur les marchés des pays émergents, plus volatiles, avec un risque de change et réservés aux investisseurs aguerris.

Pour protéger les épargnants, et sur un sujet connexe, **les rapporteurs proposent donc plutôt de renforcer les gardes fous en cas d'acquisition d'une action inéligible au PEA**. Dans le cadre de leurs travaux, ils ont été informés de plusieurs litiges portant sur l'achat d'actions inéligibles au PEA. Dans ce cas, les épargnants sont contraints de les transférer sur un compte titre ordinaire. Cette opération n'est pas neutre puisque ce produit ne dispose pas du même avantage fiscal que le PEA. **Les épargnants devraient pouvoir être dédommagés au moins partiellement des conséquences du transfert d'une action inéligible d'un PEA vers un compte-titre ordinaire en cas de défaut d'information avéré**. En outre, **chaque banque devrait être en mesure de bloquer informatiquement l'achat de titres inéligibles**. Ce serait d'autant plus pertinent que le *Brexit* a conduit à transformer des titres auparavant éligibles en titres désormais inéligibles au PEA².

¹ Également disponible ici : <https://blog.yomoni.fr/comment-diversifier-son-pea-pour-profiter-de-toutes-les-opportunités/>.

² Au 30 septembre 2021.

Recommandation n° 8 : maintenir la limitation géographique du plan d'épargne en actions (PEA) et imposer aux banques de bloquer automatiquement l'achat par leurs clients d'actions inéligibles au PEA. En cas de litige, prévoir un dédommagement au moins partiel des épargnants en cas de défaut d'information avéré de la part de l'établissement bancaire.

Niveau d'intervention : réglementation de l'Autorité des marchés financiers pour les établissements bancaires.

2. Augmenter la taille des fonds fiscaux

Les fonds fiscaux désignent les fonds permettant d'investir dans des sociétés non cotées en bourse afin de financer leur démarrage, leur développement ou leur transmission. Ce sont des fonds de capital risque ou de capital investissement, auxquels sont attachés des **avantages fiscaux**, contrepartie des aléas plus importants liés à la prise de participations dans ces sociétés, avec un double risque de perte en capital et d'illiquidité, le marché secondaire pour échanger les titres de ces entreprises pouvant être peu profond, voire inexistant.

La réduction d'impôt sur le revenu dite « Madelin » ou « IR-PME »¹ permet ainsi de bénéficier d'un taux de réduction d'impôt de 18 %, temporairement bonifié à 25 %², sur les sommes investies pour la souscription au capital des PME, directement ou *via* un fonds d'investissement de proximité (FIP) ou un fonds commun de placement dans l'innovation (FPCI).

Les différents types de fonds de capital investissement

- les fonds communs de placement à risques (FPCR) : investis pour au moins 50 % en titres d'entreprises non cotées en bourse ;
- les fonds communs de placement dans l'innovation (FPCI) : investis pour au moins 60 % en titres d'entreprises innovantes non cotées en bourse ;
- les fonds d'investissement de proximité (FIP), investis pour au moins 60 % dans des petites et moyennes entreprises régionales non cotées en bourse.

Les FPCI et les FIP sont deux catégories de FPCR.

Source : Autorité des marchés financiers, « Investir via un fonds de capital investissement »

¹ Pour une description détaillée de ce dispositif, se référer au commentaire de l'article 7 ter du [Rapport n° 705 \(2020-2021\) de M. Jean-François HUSSON, rapporteur général, fait au nom de la commission des finances, déposé le 23 juin 2021](#), sur le projet de loi de finances rectificative pour 2021.

² Pour les versements effectués jusqu'au 31 décembre 2022.

330 millions d'euros ont ainsi été collectés sur 35 fonds et auprès de 54 000 souscripteurs en 2020, contre 318 millions d'euros, 30 fonds et 50 000 souscripteurs en 2019¹. En stabilisation, ces chiffres masquent toutefois une chute significative des collectes entre 2017 et 2018 – de plus d'un milliard d'euros à 355 millions d'euros – du fait notamment de la disparition de la réduction fiscale « ISF-PME ».²

Outre la question de la collecte, **que la commission des finances du Sénat a tenté à plusieurs reprises de promouvoir en rehaussant le taux de la bonification temporaire à 30 %**, se pose également la question de **la taille de ces fonds fiscaux**. En effet, un fonds de taille trop réduite a une **probabilité plus forte d'afficher des frais plus élevés, tout en présentant des risques accrus**.

Le constat précédemment réalisé sur le faible encours des fonds d'investissement (*cf. supra*) s'applique également aux fonds fiscaux, positionnés sur des segments du marché plus risqués et d'un volume moindre, peuvent eux-mêmes souffrir de ce problème de taille, **avec une conséquence sur les frais proposés aux investisseurs, plus élevés pour couvrir les coûts fixes de ces produits** (frais de comptabilité et d'audit, frais de dépôt³).

Outre ces charges, un fonds avec un encours faible peut surtout **faire encourir davantage de risques aux investisseurs** : la diversification des investissements sera plus limitée, avec une dilution du risque par conséquent plus faible, et la capacité de sélection des cibles par le fonds sera aussi amoindrie. Le rapport coût/performance peut alors s'en trouver dégradé.

Des clauses « anti-abus » ont donc été introduites pour protéger les épargnants et prévenir la multiplication des fonds de capital investissement de faibles encours. L'AMF doit ainsi refuser d'agréer la constitution d'un FIP ou d'un FPCI lorsque deux conditions ne sont pas satisfaites, sur une période de trois ans⁴ :

- chacun des FIP ou des FPCI constitués par la société de gestion de portefeuille doit présenter un montant total de souscriptions supérieur à cinq millions d'euros ;

¹ Selon les [données publiées par France Invest](#) le 22 mars 2021.

² Comme indiqué dans le commentaire de l'article 7 ter du rapport précité, la disparition de l'ISF-PME a justifié la bonification temporaire du taux de la réduction d'impôt sur le revenu au titre de la dépense fiscale « Madelin ».

³ L'ESMA relevait ainsi dans son [rapport annuel 2019 sur le coût et la performance des produits d'investissement de détails dans l'Union européenne](#) (avril 2021) que, pour les fonds en actions, les frais moyens pratiqués par les 25 % des plus grands fonds étaient d'1,4 %, contre 1,8 % pour le quartile inférieur.

⁴ [Décret n° 2016-1532 du 15 novembre 2016](#) pris en application de l'article 18-III-B de la loi n° 2013-1279 du 29 décembre 2013 de finances rectificative pour 2013.

- la totalité des fonds de capital investissement et des FPCI gérés par la société de gestion de portefeuille doit représenter un montant total des actifs sous gestion supérieur à cinquante millions d'euros.

En pratique, l'AMF n'a jamais eu à refuser cet agrément, qui constitue surtout une barrière à l'entrée pour les nouveaux entrants. Dans l'intérêt des épargnants, et au-delà de ces planchers, le régulateur prête également une attention particulière à la collecte des sociétés de gestion : l'AMF demande à ces dernières des lettres d'engagement concernant les dispositifs de collecte, les réseaux de distribution utilisés et le récapitulatif de la collecte des fonds commercialisés en année $n-1$. Si l'engagement de la collecte est inférieur à cinq millions d'euros, la société doit fournir une analyse sur la viabilité et l'intérêt du fonds.

Les rapporteurs soutiennent ces efforts, qui apparaissent toutefois encore insuffisants pour poursuivre l'augmentation de la taille des fonds fiscaux. Les doubles planchers pourraient ainsi être rehaussés, par voie réglementaire, sans toutefois toucher à la durée de trois ans et en laissant une marge de souplesse pour les nouveaux entrants.

Toutefois, ces ajustements ne doivent pas avoir pour effet d'exclure un trop grand nombre de fonds, d'autant plus que les rendements proposés aux investisseurs avertis peuvent s'avérer intéressants, autour de 10 % à long-terme¹. Or, selon les données collectées par France Invest², seuls 33 % des 15 FIP ont levé plus de cinq millions d'euros en 2020 (54 % en 2019) et 69 % des 19 FPCI (66 % en 2019).

¹ [France Invest](#) fait ainsi état d'une performance, fin 2020, de 10,1 % sur 10 ans et de 11,7 % sur 15 ans.

² France Invest, « [Stabilisation des levées de capitaux par les FCPI et les FIP en 2020](#) », 22 mars 2021.

C'est pour cette raison, et à l'instar de ce qu'a promu la commission des finances du Sénat lors de l'examen du projet de loi de finances pour 2020 et du projet de loi de finances rectificative pour 2021, que **les rapporteurs proposent d'accompagner le rehaussement des seuils de taille critique d'une bonification temporaire à 30 % de la réduction d'impôt « Madelin ».**

Recommandation n° 9 : rehausser les seuils de taille critique devant être atteints par les fonds fiscaux pour être agréés afin d'offrir aux épargnants des produits plus efficaces en termes de rapport coût/rendement/risque. En contrepartie, rehausser de manière temporaire le taux de la réduction d'impôt sur le revenu au titre du dispositif Madelin de 25 % à 30 %.

Niveau d'intervention : voies réglementaire et législative.

3. Faire évoluer le modèle de l'assurance vie pour accéder à des contrats plus performants

Le fonctionnement des contrats d'assurance vie a naturellement constitué un enjeu essentiel des travaux conduits par les rapporteurs, eu égard à la masse financière de cette épargne dans le patrimoine financier des ménages¹. Dans cette perspective, les rapporteurs se sont attachés à évaluer les évolutions législatives récentes permettant à l'épargnant de transférer son contrat d'assurance vie vers un autre contrat.

En principe, **la transformation d'un contrat d'assurance vie en un autre contrat**, c'est-à-dire le rachat total ou partiel d'un contrat et le versement de l'épargne récupérée dans un nouveau contrat, **entraîne les conséquences fiscales d'un dénouement**, ce qui correspond à la perte des avantages fiscaux associés aux anciens contrats.

Pourtant, **la transférabilité offre de réels avantages pour la plupart des contrats**, tant pour l'épargnant que pour la bonne allocation de l'épargne.

D'une part, la transférabilité permet d'accroître la concurrence entre les compagnies d'assurance, et ainsi de **réduire les frais et d'augmenter les performances servies aux épargnants**.

D'autre part, la transférabilité permet à l'épargnant d'opter pour un contrat permettant **d'investir davantage son épargne dans le financement de l'économie réelle**, par exemple, lors du transfert d'un contrat monosupport vers un contrat multisupports majoritairement investi en unités de compte.

¹ En 2020, l'encours de l'assurance vie représente environ 39 % de l'encours des placements financiers des ménages d'après la FFA.

Toutefois, à ce jour, **la transférabilité des contrats d'assurance vie sans « frottement fiscal » reste limitée.**

Certes, depuis 2005, il est désormais possible de **transformer un contrat monosupport, donc uniquement investi en fonds euros, en un contrat multisupports, c'est-à-dire qui comprend une part d'unités de compte**, afin d'encourager l'épargnant à se tourner vers **des supports plus risqués**, investis dans les fonds propres des entreprises. Il s'agit du **dispositif dit « Fourgous »**, prévu par l'article 1^{er} de la loi pour la confiance et la modernisation l'économie¹. Une instruction fiscale² a précisé la portée du dispositif, en limitant la transférabilité aux contrats au sein d'un même assureur, et en prévoyant que la transformation du contrat sans perte de l'antériorité fiscale doit donner lieu à la conversion d'une « *part significative* » des engagements en unités de compte, afin de **satisfaire l'objectif du législateur qui était de réorienter l'épargne vers des supports investis en actions**. Elle évoque à cet effet le seuil de 20 %.

En 2013, les dispositions de la loi de finances rectificative³ ont complété ce dispositif pour permettre, sous certaines conditions, la transformation, sans perte de l'antériorité fiscale, d'un contrat d'assurance vie en **contrat eurocroissance**.

Plus récemment, la loi dite « Pacte »⁴ a **élargi les possibilités de transférabilité en permettant de transférer tout ou partie d'un contrat d'assurance vie vers un nouveau contrat, sans perte d'antériorité fiscale, dès lors que les engagements convertis sont en partie investis en unités de compte ou en eurocroissance, et que la transformation du contrat est effectuée auprès du même assureur**. La loi ne prévoit pas de part minimale d'unités de compte ni d'eurocroissance devant être souscrite pour conserver l'antériorité fiscale du contrat.

Concrètement, les dispositions de la loi dite « Pacte » permettent donc de simplifier et de généraliser le dispositif « Fourgous » déjà appliqué.

En 2020, les montants investis dans des contrats ayant fait l'objet d'une transformation sont estimés à **6,8 milliards d'euros**, dont 1,4 milliard d'euros de réinvestissement net en unités de compte⁵.

¹ Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie.

² Bulletin officiel des impôts, 5 I-4-05 n° 182 du 4 novembre 2005.

³ Article 9 de la loi n° 2013-1279 de finances rectificative pour 2013.

⁴ Article 72 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises.

⁵ D'après les données transmises par la FFA.

Ainsi, les dispositions de la loi « Pacte » ont constitué une nouvelle incitation pour les épargnants à transformer leur contrat d'assurance vie. Le montant des transferts reste toutefois marginal, s'élevant en 2020 à 0,4% de l'encours total de l'assurance vie¹.

a) La transférabilité permise par la loi « Pacte » : un compromis insatisfaisant

Les dispositions de la loi « Pacte » n'ont constitué qu'une faible avancée par rapport à celles qui avaient été adoptées par le Sénat en première lecture. En effet, à l'initiative de Christine Lavarde, le Sénat avait adopté un amendement², avec un avis favorable de la commission spéciale et défavorable du Gouvernement, visant à généraliser la possibilité de transférer son contrat d'assurance vie vers un autre contrat souscrit auprès d'un assureur différent, dès lors que le contrat initial a été souscrit il y a plus de huit ans.

Au-delà de ce rappel, les auditions menées par les rapporteurs font état de **plusieurs blocages dans la mise en œuvre des dispositions de la loi « Pacte »**.

D'une part, **la possibilité de transférer son contrat reste peu connue des épargnants**. Ainsi, l'essentiel du flux de transfert proviendrait d'une politique volontariste de certains assureurs de faire migrer les anciens contrats vers de nouveaux produits, pour en simplifier la gestion opérationnelle, ou augmenter la part d'unités de compte des contrats qui ne sont pas éligibles au dispositif « Fourgous »³.

D'autre part, **les demandes de transfert se heurtent à la dichotomie entre les assureurs d'une part, qui assurent la gestion du contrat, et les courtiers d'autre part, qui en assurent la distribution**. Or, en pratique, les transferts de contrats avec un changement de distributeur se sont révélés complexe pour les assurés, faisant ainsi état de pratiques commerciales variables⁴, chaque assureur définissant sa politique d'acceptation des demandes de transfert. Les rapporteurs s'étonnent de ces difficultés, étant donné que les transferts dans le cadre du dispositif « Fourgous » pouvaient déjà impliquer un changement de distributeur.

Sur ce point, **la Fédération française de l'assurance (FFA) a récemment pris l'engagement⁵ d'automatiser les demandes de transfert** présentée par le distributeur qui a commercialisé le produit d'origine. Tout en rappelant que les demandes impliquant un changement de distributeur

¹ 6,4 milliards euros transférés par rapport à un encours s'élevant à 1 789 milliards d'euros fin décembre 2020 d'après les données de la FFA.

² Amendement n° 384 rect. bis.

³ Article « Transferts loi Pacte : un coup d'épée dans l'eau », publié le 12 mai 2021 par Raphaële Karayan dans l'Argus de l'Assurance.

⁴ Cf. article de presse précité.

⁵ Engagement approuvé par l'assemblée générale de la FFA le 17 juin 2021.

nécessite une analyse au cas par cas, notamment pour vérifier la bonne immatriculation du nouveau distributeur auprès de l'Orias, la FFA reconnaît que « *le changement d'intermédiaire ne constitue pas un critère d'appréciation pour l'acceptation ou le refus de la demande de transfert sollicitée par un client* », étant donné que celui-ci reste libre de choisir son intermédiaire.

Si les rapporteurs saluent cet engagement, ils **regrettent** que l'application des dispositions de la loi « Pacte » ne se traduise **pas**, dans les faits, par **un véritable droit de l'assuré à ce transfert**, dès lors que les conditions prévues par la loi sont réunies, y compris lorsque le transfert implique un changement de distributeur. En pratique, les dispositions autorisant le transfert sont perçues comme **une faculté de l'assureur d'accéder à la demande ou non**, celui-ci n'étant contraint que d'informer annuellement l'assuré de l'existence de cette possibilité de transfert¹.

Afin d'éviter un traitement des demandes de transfert au cas par cas, le cadre législatif devrait, *a minima*, être précisé pour harmoniser et sécuriser la démarche de l'épargnant voulant transférer son contrat au sein du même assureur.

Recommandation n° 10 : afin de garantir une réelle transférabilité des contrats d'assurance vie, préciser les modalités de transfert pour harmoniser les politiques de traitement des demandes et garantir la possibilité à l'épargnant qui remplit les conditions de ce transfert de pouvoir le faire.

Niveau d'intervention : législatif et réglementaire

Plus généralement, **les rapporteurs restent convaincus qu'un dispositif de transfert des contrats d'assurance vie plus ambitieux peut être mis en œuvre**, en dépit des risques associés à la transférabilité totale évoqués lors de l'examen du projet de loi « Pacte ».

Certes, le débat avait alors mis en évidence **trois risques principaux** associés à une transférabilité totale des contrats d'assurance vie, jugés alors par Bruno Le Maire, ministre de l'économie, d'« *excessifs à la fois pour l'économie française, pour les assureurs eux-mêmes et pour la fiscalité associée à l'assurance vie* »².

Le premier repose sur l'idée selon laquelle une transférabilité totale fragiliserait structurellement le bon fonctionnement du secteur assurantiel.

¹ Article L. 133-22 du code des assurances.

² Compte-rendu intégral de la séance publique du Sénat en date du 31 janvier 2019.

En effet, **le principe d'une transférabilité se heurterait à la nécessité de maintenir l'épargne investie dans le contrat d'assurance vie sur une période suffisamment longue.** D'une part, les placements hors unités de compte, tels que les titres obligataires par exemple, continuent de représenter 80 % de l'actif des assureurs en 2020¹, et leur maturité correspond généralement à la durée anticipée dont l'assureur dispose avant le rachat du contrat. D'autre part, les auditions menées ont rappelé que la durée de détention de ces obligations tend à s'allonger, compte tenu de l'augmentation de l'espérance de vie des épargnants, mais aussi des évolutions fiscales successives qui ont réduit progressivement les avantages fiscaux pour les nouveaux contrats, valorisant davantage les anciens contrats des épargnants.

Or, en cas de remontée des taux d'intérêt, les épargnants voudront transformer leur contrat en souscrivant un nouveau contrat, éventuellement chez un autre assureur, proposant une meilleure rémunération. Par conséquent, **la perspective d'une « fuite » importante des anciens contrats incite l'assureur à investir sur des obligations à duration moins longue,** réduisant ainsi la performance servie aux nouveaux assurés, tout en contractant la marge réalisée par les assureurs, au risque de déséquilibrer leur bilan.

En outre, un autre frein tient **aux règles comptables d'affectation des plus-values** en cas de rachat anticipé. En effet, si une plus-value est réalisée en cas de rachat, celle-ci est affectée à la réserve de capitalisation, qui est assimilée à des fonds propres de l'assureur : sa hausse tend ainsi à dégrader, d'un point de vue comptable, la rentabilité de l'assureur.

Compte tenu de ces contraintes, lors de son audition, la Fédération française de l'assurance (FFA) a estimé qu'approfondir les modalités de transfert des contrats d'assurance vie existantes **risquait de déstabiliser le marché de l'assurance vie,** dans un contexte de marges de manœuvre déjà contraintes par la persistance de taux bas.

Le second risque identifié serait qu'une transférabilité totale nuirait au financement stable et de long-terme de l'économie par l'épargne investie dans l'assurance vie. En effet, afin de se prémunir contre le risque de rachats anticipés massifs, l'épargne serait investie dans des actifs liquides et sans risque, tels que les fonds euros, au détriment des unités de compte, notamment investies dans les produits de fonds propres des entreprises.

Enfin, **le troisième risque serait la remise en cause du bien-fondé du régime fiscal avantageux associé à l'assurance vie.** En effet, le taux d'imposition réduit et les abattements annuels éligibles pour les souscripteurs de contrats de plus de huit ans sont justifiés par le fait de

¹ Données pour le premier semestre uniquement. D'après les analyses et synthèses de l'ACPR, n° 118-2020, « La situation des assureurs soumis à Solvabilité II en France au premier semestre 2020 ».

maintenir une épargne bloquée pendant cette période, afin de garantir un horizon d'investissement à l'assureur pour investir dans des actifs moins liquides et plus rémunérateurs.

Au terme de leurs travaux, **les rapporteurs considèrent toutefois que la portée de ces risques liés à la transférabilité des contrats, peut être limitée par plusieurs mesures.**

S'agissant du risque relatif à la stabilité bilancielle des assureurs, **un plafonnement annuel, par souscripteur**, du montant investi dans un contrat d'assurance vie pouvant faire l'objet d'un transfert se traduisant par la souscription d'un nouveau contrat chez un assureur différent, sans perte de l'antériorité fiscale, pourrait être prévu. **Ce plafonnement viserait à réduire les risques de « fuite » massive de l'épargne investie, obligeant les assureurs du contrat d'origine à vendre les actifs sous-jacents.**

Dans cette optique, **les rapporteurs rappellent que dans les hypothèses où ces opérations de transfert seraient de nature à mettre en péril la solvabilité de l'assureur, le législateur a prévu plusieurs freins visant à sécuriser la stabilité du secteur.** Ainsi, il reviendrait à l'**Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)** de prendre des mesures nécessaires, telles que la suspension, la restriction, ou encore l'interdiction temporaire de la libre disposition de tout ou partie de ses actifs¹. Dans l'hypothèse d'une vague de rachats non anticipés qui menacerait la stabilité du système financier dans son ensemble, **le Haut conseil de stabilité financière** pourrait également limiter temporairement les opérations sur les contrats d'assurance vie².

En outre, la transférabilité totale, c'est-à-dire d'un assureur à l'autre, autorisée au bout de plusieurs années de souscription, permet de juguler le risque de retraits non anticipés. Ce délai pourrait être de **huit ans**, pour se calquer sur l'antériorité actuellement requise pour bénéficier des avantages fiscaux de l'assurance vie.

S'agissant du risque pour le financement de l'économie, **les rapporteurs soulignent que les modalités actuelles de transférabilité ne semblent pas plus favorables au fléchage de l'assurance vie vers les produits de fonds propres des entreprises et l'investissement de long-terme.**

En effet, les dispositions de la loi « Pacte » permettent déjà aux épargnants de transformer leur contrat d'assurance vie en un contrat multi-support avec une part d'unités de compte inférieure au contrat d'origine, sans perte de l'antériorité fiscale, **fléchant ainsi une moindre part de leur épargne vers les produits de fonds propres des entreprises.**

¹ En application de l'article L. 612-33 du code monétaire et financier.

² 5° ter de l'article L. 631-2-1 du code monétaire et financier.

Enfin, en réponse à la critique fondée sur la justification de l'avantage fiscal de l'assurance vie, **les rapporteurs estiment que la fiscalité avantageuse, aujourd'hui accordée pour inciter au placement de l'épargne sur une longue période, présente l'inconvénient de rendre les épargnants moins sensibles à la problématique des frais élevés**, et constitue ainsi un frein à l'accroissement de la concurrence sur ce marché.

En tout état de cause, **il apparaît regrettable que les bénéficiaires pour les assurés issus d'une réelle transférabilité de leur contrat d'assurance vie ne soient pas plus souvent liés à ceux, bien identifiés par la théorie économique, offerts aux consommateurs en cas d'accroissement de la concurrence sur un marché oligopolistique.**

Dès lors que le libre choix des épargnants repose sur **une véritable transparence** sur les coûts de chaque support d'investissement et les performances attendues, **il n'existe aucun intérêt pour eux de rester captifs de leur choix initial**, d'autant que leurs préférences en termes de gestion de leur contrat peuvent évoluer au cours du temps.

Recommandation n° 11 : permettre une transférabilité totale des contrats d'assurance vie, sous réserve d'introduire des mesures permettant de juguler les risques inhérents. Deux conditions seraient ainsi prévues : une durée de détention minimale du contrat de huit ans avant tout transfert et un plafonnement annuel des sommes pouvant être transférées chez un autre assureur.

Niveau d'intervention : législatif

b) L'eurocroissance : un produit destiné à organiser la sortie des fonds euros mais qui n'atteint pas sa cible

Véritable « success story française »¹, l'assurance vie détient depuis plusieurs décennies le titre de « placement préféré des français ». En dépit de la baisse des taux d'intérêt depuis plusieurs années, **l'assurance vie reste attractive, comme en témoigne la collecte annuelle nette** qui n'a été négative qu'à deux reprises depuis dix ans (*cf. infra*).

¹ Antoine Lissowski, Jean-Baptiste Nessi, « Les défis du modèle de l'assurance vie dans un environnement de taux bas, voire négatifs », *Revue d'économie financière*, 2017/2 n° 126.

La pérennité de ce succès repose sur le fait que l'assurance vie constitue, aux yeux des épargnants, le **« triptyque magique »** réunissant la **sécurité** avec un capital garanti, la **liquidité** grâce aux possibilités de rachats, et **un rendement au rendez-vous**, supérieur à l'inflation depuis une décennie. Le régime fiscal favorable lui permet également d'être considéré comme un support d'épargne à vocation de transmission patrimoniale, ou de financement de sa retraite. Le recours à ce support d'épargne pour préparer sa retraite apparaît d'autant plus privilégié que le fonctionnement des plans d'épargne retraite repose sur un principe d'indisponibilité de l'épargne, malgré des dérogations récentes prévues par le législateur.

Ainsi, une enquête IPSOS de 2017 révèle que la première motivation des épargnants est la sécurité (40 %), suivi par la disponibilité de l'épargne à tout moment (34 %), tandis que l'objectif de rendement n'est que marginal (16 %). Dans ce contexte, une très grande majorité des personnes interrogées estiment que l'assurance vie permet de transmettre son patrimoine dans de bonnes conditions (73 %), et d'offrir des garanties face aux incertitudes de l'avenir (67 %)¹.

En son sein, **les fonds euros constituent la pierre angulaire de ce « triptyque »**. Il s'agit de supports labellisés en euros avec un capital garanti et des intérêts acquis une fois versés. Il présente, au début de chaque exercice annuel, un taux minimum garanti (TMG) de revalorisation du capital pour l'année à venir. Compte tenu de la garantie en capital offerte, **les fonds euros sont majoritairement investis dans des actifs obligataires**, à hauteur de 75 % environ².

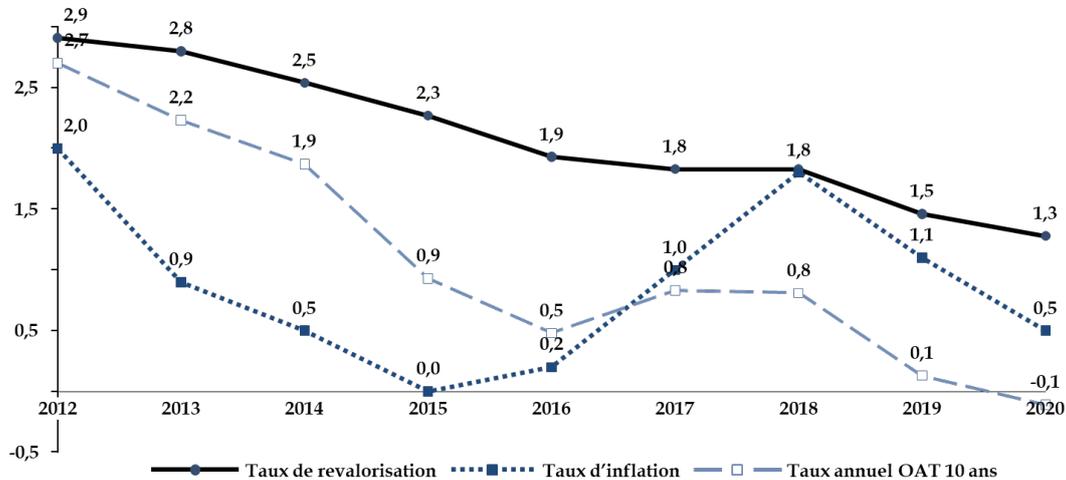
Toutefois, **le rendement des fonds euros connaît une baisse importante depuis plusieurs années**, qui s'explique essentiellement par la baisse des taux sur les emprunts obligataires de référence, tout en restant encore supérieur à l'inflation avant l'imposition des prélèvements sociaux.

¹ « Les Français, l'épargne et l'assurance vie », enquête Ipsos pour la Fédération française de l'assurance, 30 mars 2017.

² D'après les données transmises par l'ACPR pour 2019, après mise en transparence des OPC français.

Évolution du taux de revalorisation des fonds euros par rapport au taux d'inflation et au rendement des OAT à 10 ans

(en pourcentage)



NB : le taux de revalorisation est le taux d'intérêt du rendement garanti et de la participation aux bénéfices techniques et financiers du contrat. Il est brut de prélèvements sociaux, mais net de frais de gestion et il est pondéré de la moyenne des provisions mathématiques d'ouverture et de clôture de chaque exercice. Il correspond au taux servi aux assurés au titre de l'année N.

Source : commission des finances, à partir des données de l'ACPR, de l'INSEE et des documents budgétaires

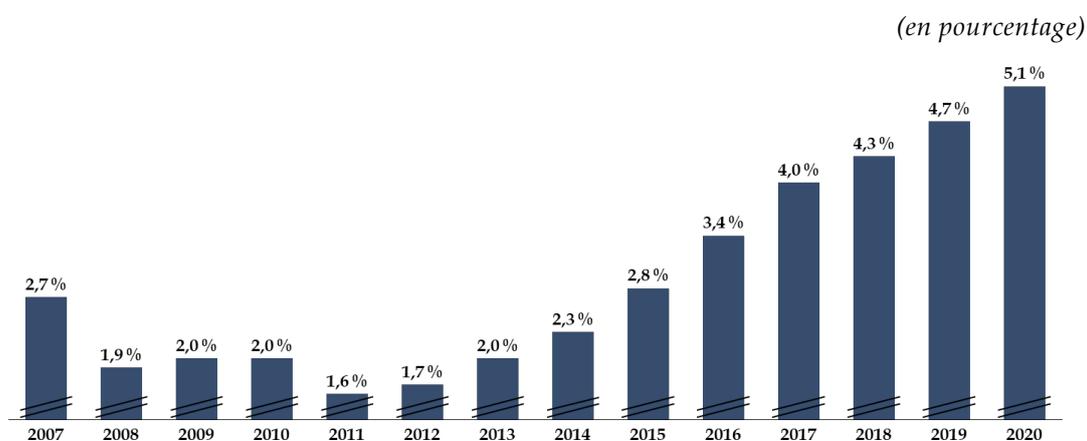
Le modèle de gestion des fonds euros permet toutefois d'amortir l'érosion de son rendement.

En effet, chaque année, l'assureur est tenu de distribuer au moins 85 % des bénéfices financiers et 90 % des bénéfices techniques aux assurés¹. Cette distribution peut être immédiate, c'est-à-dire qu'elle vient majorer le taux minimum garanti annuellement, ou différée en étant affectée à la provision pour participation des bénéfices (PPB). Les sommes affectées à la PPB doivent être reversées aux assurés dans un délai de huit ans. **Par conséquent, la distribution ultérieure de la PPB permet de lisser dans le temps la moindre rémunération des fonds euros servie aux épargnants.** En outre, le stock des anciennes obligations, dont la valeur s'est appréciée en raison de la baisse des taux d'intérêt, permet de servir une rémunération aux épargnants supérieure à celle des marchés obligataires.

¹ En application des articles L. 132-29, A. 132-11 et A. 132-16 du code des assurances.

Par conséquent, la baisse de la rémunération servie aux épargnants s'est accompagnée en parallèle d'un accroissement de la part des bénéfices affectée à la PPB. Ainsi, en 2020, le taux moyen servi aux assurés sur les supports euros des contrats s'est établi à **1,28 %**, contre 1,46 % en 2019, soit **un niveau historiquement bas**. Dans le même temps, le niveau de provisionnement de la PPB a encore augmenté, atteignant 5,1 % des provisions d'assurance vie.

Évolution du taux de provisions pour participation aux bénéfices (PPB)



Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution

En tout état de cause, **la baisse continue des taux d'intérêt menace l'équilibre du modèle d'affaires des fonds euros à moyen terme**. En effet, comme l'indique l'ACPR, « *la rentabilité des portefeuilles s'érode chaque année à cause du renouvellement des obligations arrivant à échéance et l'investissement d'une partie des primes nettes encaissées, sur des titres à rendements sensiblement plus faibles voire négatifs en 2020* ». Ainsi, les obligations dont le taux est supérieur à 3 % ne représentent plus qu'à peine plus du tiers des obligations détenues par les assureurs, et la moitié de celles-ci arriveront à échéance avant 2025¹.

Au-delà de la question du maintien de la rémunération servie aux épargnants, qui s'érode déjà de façon importante, cette situation comporte un risque en cas de remontée des taux d'intérêt. La valeur des obligations déjà acquises diminuerait par rapport aux nouvelles, ce qui se traduirait par des moins-values lors de leur cession, et un risque sur la capacité des fonds euros à servir une rémunération attractive par rapport à d'autres produits. Ainsi, **à court et moyen terme, le modèle des fonds euros se heurte à un problème de rendement. À long terme, la hausse des taux d'intérêt fait peser un risque de compétitivité par rapport à d'autres actifs.**

¹ ACPR, analyses et synthèses n° 126-2021, « Revalorisation 2020 des contrats d'assurance vie et de capitalisation – engagements à dominante épargne et retraite individuelle ».

Les rapporteurs rappellent que **la prise de distance de l'épargnant vis-à-vis des fonds euros, au bénéfice des unités de compte, est plus bénéfique au financement des produits de fonds propres des entreprises**, et en particulier des entreprises participant au financement de l'innovation technologique. Ainsi, comme l'a souligné Philippe Tibi, en 2017, après mise en transparence, **à peine 7 % des actions cotées dans lesquelles étaient investis les fonds euros correspondaient au secteur technologique**, contre une moyenne mondiale de 19 %¹. Plus généralement, l'augmentation de la part de l'encours en unités de compte, par rapport aux fonds euros, permettrait de **renforcer la détention domestique, par les épargnants français, des entreprises françaises**.

C'est dans cette perspective qu'ont été créés en 2014² **les contrats eurocroissance**, prévoyant une garantie du capital à terme, et non plus à tout moment. En maintenant un capital garanti à un horizon connu, l'eurocroissance reste au cœur du métier de l'assurance vie, et se distingue de la gestion d'actifs. Les deux principaux objectifs étaient les suivants :

- réduire la contrainte de liquidités encadrant les opérations des assureurs et qui limitait les investissements considérés comme plus risqués ;

- offrir à l'épargnant un profil de risque intermédiaire entre les fonds euros et les unités de compte, mais également des perspectives de rendement supérieures aux premiers.

Le déploiement de ces contrats a été encouragé par le législateur³ en prévoyant le maintien de l'antériorité fiscale du contrat en cas de transformation d'un contrat monosupport ou multisupport en contrat euro-croissance. Par la suite, l'article 72 de la loi dite « Pacte » en a simplifié les caractéristiques pour favoriser sa commercialisation⁴.

Pour autant, les auditions menées témoignent du fait que **ce nouveau support d'épargne n'a pas encore trouvé sa cible**. En 2020, l'encours des fonds eurocroissance s'élève à **3,3 milliards d'euros⁵** : s'il affiche une progression de 9 % par rapport à 2019, cet encours reste marginal au sein de l'assurance vie française.

¹ Après mise en transparence. Cf. rapport de Philippe Tibi, « Financer la quatrième révolution industrielle – lever le verrou du financement des entreprises technologiques », remis au ministre de l'économie et des finances en juillet 2019.

² Ordonnance n° 2014-696 du 26 juin 2014 favorisant la contribution de l'assurance vie au financement de l'économie, prise en application de l'article 17 de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises.

³ Article 9 de la loi n° 2013-1279 du 29 décembre 2013 de finances rectificative pour 2013.

⁴ Pour une information plus détaillée, le lecteur est invité à se reporter au commentaire de l'article 21 du projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises figurant dans le rapport n° 254 (2018-2019) de MM. Michel Canévet, Jean-François Husson et Mme Elisabeth Lamure, fait au nom de la commission spéciale, déposé le 17 janvier 2019.

⁵ « L'assurance française – données clés 2020 » de la Fédération française de l'assurance (FFA), p. 27.

Interrogés par les rapporteurs sur ce point, **la direction générale du Trésor et la Fédération française de l'assurance (FFA) partagent le constat sur ce « désamour », tout en peinant à en fournir un diagnostic. L'une des raisons les plus souvent évoquée est le fait que les réseaux de distribution ne se seraient pas appropriés le produit**, complexe à expliquer à l'épargnant, en dépit des dernières évolutions législatives visant à le simplifier.

Pourtant, le Gouvernement a bien essayé de rendre le fonds eurocroissance plus attractive, en stimulant son rendement grâce au transfert des plus-values latentes depuis le fonds euros¹.

Outre la formation des réseaux de distribution, ce déploiement peu ambitieux révèle surtout, s'il fallait encore le démontrer, **la préférence des épargnants pour le risque zéro, au détriment de la rémunération servie**. De ce point de vue, le surplus d'épargne des ménages pendant la crise sanitaire, principalement placée sur les livrets réglementés et estimé à 157 milliards d'euros depuis le début de la crise², atteste de cette **aversion pour le risque très fortement ancrée chez les épargnants français**.

Si en théorie l'eurocroissance aurait pu se substituer progressivement aux fonds euros, force est de constater que ce produit peine toujours à trouver son public. Au-delà de la question du support pouvant remplacer les fonds euros, les rapporteurs se sont interrogés sur l'utilité de la mise en œuvre de nouvelles incitations fiscales pour détourner les épargnants de ceux-ci. Or, **toute nouvelle disposition fiscale visant à pénaliser le recours aux fonds euros ne pourrait s'appliquer que sur les nouveaux contrats, ou sur les nouveaux versements sur des anciens contrats, entraînant de facto une revalorisation des anciens contrats**, rendant les épargnants toujours captifs de ceux-ci.

En outre, **de nouvelles incitations fiscales ne semblent pas indispensables pour réduire l'attractivité des fonds euros, dès lors que les assureurs adaptent déjà leurs pratiques commerciales en ce sens**. Par exemple, certains d'entre eux ne proposent plus à la souscription de nouveaux contrats comportant uniquement des fonds euros, mais impose un quota minimal d'unités de compte afin de diversifier les placements et augmenter les perspectives de rendement, au coût d'une prise de risque accrue pour l'épargnant. Ils peuvent également accorder un « bonus » sur la rémunération servie au titre des fonds euros si le contrat comprend par ailleurs une part minimale d'unités de compte. De la même façon, certains

¹ Décret n° 2016-959 du 13 juillet 2016 relatif aux transferts d'actifs vers des engagements donnant lieu à constitution d'une provision de diversification, modifié par le décret n° 2018-1303 du 28 décembre 2018, puis par le décret n° 2019-1437 du 23 décembre 2019.

² Estimation de la Banque de France pour la période entre le premier trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2021 dans « L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des entreprises et des ménages en juillet 2021 », publié le 7 septembre 2021.

nouveaux contrats garantissent désormais le capital brut des frais de gestion, et non plus nets.

Par conséquent, **la part d'unités de compte au sein de la collecte tend à augmenter depuis plusieurs années**, à l'exception de l'année 2019. Au cours de cette année, la collecte en fonds euros a en effet augmenté en raison de la baisse des rachats sur ce support et des arbitrages en sa faveur au début d'année compte tenu des corrections sur les marchés boursiers les mois antérieurs¹.

Collecte nette annuelle par type de supports depuis dix ans

(en milliards d'euros)



Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution

Pour autant, **si les unités de compte permettent de diversifier les actifs des fonds euros, ils ne sont pas sans risque**. Or, dans un contexte de taux bas, la protection de l'épargnant passe par un respect strict des obligations du devoir de conseil du distributeur.

¹ ACPR, analyses et synthèses n° 110-2020, « Le marché de l'assurance vie en 2019 ».

4. Favoriser la migration de l'assurance vie vers les plans d'épargne retraite pour préparer la fin de la vie active

La réforme des plans d'épargne retraite (PER) prévue par la loi dite « Pacte »¹ a permis de **considérablement simplifier le paysage de l'épargne retraite supplémentaire en France**, auparavant caractérisée par une offre complexe et illisible des différents PER existants, présentant chacun des modalités de fonctionnement et un cadre fiscal propre. Ainsi, l'épargne retraite supplémentaire ne représentait qu'un support marginal sur le marché de l'épargne français. Fin 2019, l'encours de l'épargne retraite ne s'élevait qu'à **240 milliards d'euros**, soit sept fois moins que celui de l'assurance vie.

Les dispositions de la loi dite « Pacte »² ont mis en œuvre un cadre législatif commun à l'ensemble des PER, et ont créé **trois nouveaux types de contrats** :

- un plan d'épargne retraite individuel (PERIN) ;
- un plan d'épargne retraite entreprise collectif (PERCO) ;
- un plan d'épargne retraite entreprise obligatoire.

L'attractivité des nouveaux PER est renforcée par **la simplification de son utilisation**, notamment grâce à la portabilité des droits d'un contrat à un autre, une harmonisation des conditions de déblocage anticipé, un choix entre une sortie en capital ou en rente lors du dénouement. En outre, la gestion pilotée, c'est-à-dire la délégation de la gestion de son épargne permettant de réduire progressivement la prise de risque en fonction de l'âge de départ en retraite et du profil de l'investisseur, devient l'option par défaut de gestion des PER.

La commercialisation de ces PER « nouvelle génération » rencontre un réel succès. Ainsi, au 31 décembre 2020, l'encours total de l'épargne retraite s'élevait à **269 milliards d'euros**, soit une hausse de 12 % en un an. Sur cet encours, **les nouveaux PER représentent 31,6 milliards d'euros**, dont 22,4 milliards d'euros au titre du PERIN. L'essentiel de l'encours des nouveaux PER correspond à la transformation des anciens contrats (84 %)³.

Outre la simplification de ce segment du marché de l'épargne et le développement d'une épargne par capitalisation en vue de la retraite, la réforme visait à **orienter davantage les épargnants vers l'investissement en actions d'entreprises.**

¹ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises.

² Pour une information plus détaillée, le lecteur est invité à se reporter au commentaire de l'article 21 du projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises figurant dans le rapport n° 254 (2018-2019) de MM. Michel Canévet, Jean-François Husson et Mme Elisabeth Lamure, fait au nom de la commission spéciale, déposé le 17 janvier 2019.

³ Rapport du Comité consultatif du secteur financier (CCSF) de 2021 sur les nouveaux plans d'épargne retraite, p. 16.

En effet, l'épargne retraite constitue une épargne de long terme, plus propice à la **diversification des actifs investis, et donc offrant des perspectives de rendement supérieures**. Par conséquent, **le PER apparaît être un support d'épargne plus adapté à la préparation du financement de la retraite que l'assurance vie**, en particulier les fonds euros, pour lesquels la contrainte de liquidité limite les perspectives de rendement à long terme pour les épargnants.

Le succès actuel du déploiement du PER répond à cet objectif. En effet, pour la première fois en 2021, les épargnants considèrent que le PER est le meilleur produit d'épargne pour préparer sa retraite (32 % d'entre eux), devant l'assurance vie (28 %), en net recul depuis 2017¹.

Lors de l'examen du projet de loi « Pacte », **le législateur a d'ailleurs prévu un dispositif visant à encourager le transfert de l'épargne investie dans un contrat d'assurance vie vers un PER²**. L'épargnant qui souhaite procéder à un rachat de son contrat d'assurance vie et verser l'épargne récupérée dans un PER peut, jusqu'au 1^{er} janvier 2023, bénéficier d'un doublement des abattements annuels en vigueur pour l'imposition des gains en cas de rachat, soit 9 200 euros pour un célibataire et 18 400 euros pour un couple. La sortie du contrat d'assurance vie doit s'effectuer plus de cinq ans avant que le titulaire n'atteigne l'âge de départ à la retraite.

En outre, lors du versement de ces sommes dans le PER, **l'épargnant peut bénéficier des avantages fiscaux des versements volontaires des PER**, en optant pour la déductibilité de ces sommes de son revenu global, dans la limite de 10 % de ses revenus professionnels et de huit fois le plafond annuel de la sécurité sociale. Le versement de ces sommes dans le PER doit être effectué avant le 31 décembre de l'année du rachat.

Certes, l'objectif de cette double incitation fiscale, bornée dans le temps, était d'encourager la demande pour ces nouveaux produits d'épargne réformés ainsi que leur commercialisation par les réseaux de distribution. **Si le succès des PER n'est plus à démontrer, la prorogation de cette incitation fiscale permettrait de poursuivre un autre objectif, à savoir la migration des épargnants de leurs anciens contrats d'assurance vie, a fortiori s'il est investi dans des fonds euros, au profit d'un produit d'épargne plus adapté pour faire fructifier son épargne en vue de la retraite.**

Les rapporteurs rappellent toutefois l'importance du devoir de conseil lors d'un transfert de l'assurance vie vers un PER. En effet, **l'épargnant doit être alerté des désavantages de ce transfert**, tels que la perte de certaines garanties, des modifications de tarifs, et notamment l'existence d'un minimum de versement dans certains PER, ainsi que la prise

¹ Sondage mené en janvier 2021 par l'IPSOS pour le compte du Cercle des épargnants, et mentionné dans le rapport du CCSF précité.

² Article 72 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises.

de risque accrue par rapport à certains contrats d'assurance vie en raison de la gestion pilotée. Comme le relève le Comité consultatif du secteur financier¹ (CCSF), **il convient d'être autant plus attentif que le transfert d'une assurance vie vers un PER peut constituer une opportunité** pour l'assureur qui améliore sa marge de solvabilité, tout comme le distributeur dont la rémunération peut être supérieure en accroissant la part d'unités de compte. En tout état de cause, **l'épargnant qui procède à un tel transfert renonce en partie à la liquidité permise par l'assurance vie**, dès lors que les sommes versées dans un PER sont en principe bloquées jusqu'à l'âge de départ à la retraite, à l'exception de quelques cas encadrés par le législateur.

Recommandation n° 12 : poursuivre la migration de l'assurance vie vers les produits d'épargne retraite pour inciter les épargnants à préparer au mieux les départs de la vie active. Pour encourager cette migration, proroger au-delà du 1^{er} janvier 2023 le bénéfice de l'incitation fiscale mise en place par la loi « Pacte » pour transférer les sommes investies dans un contrat d'assurance vie vers un plan d'épargne retraite.

Niveau d'intervention : législatif

5. Développer un produit d'épargne retraite peu coûteux pour l'épargnant et stimuler la concurrence sur ce segment du marché

Afin d'accroître la concurrence sur le marché des plans d'épargne retraite (PER), et d'étoffer la gamme de produits disponibles, la loi dite « Pacte » a prévu que le PER puisse prendre deux modalités :

- **un PER sous forme de contrat d'assurance vie** souscrit auprès d'un assureur, d'une mutuelle ou d'un institut de prévoyance. Comme pour les contrats d'assurance vie, ils sont investis dans des fonds euros et des unités de compte ;

- **un PER sous forme de compte-titres** ouvert auprès d'un gestionnaire d'actifs. Il est directement investi dans des fonds d'investissement.

Toutefois, les auditions ont dressé **le constat unanime de la prépondérance des PER assurantiels par rapport aux PER sous forme de compte-titres**. En effet, à la date de publication du rapport du Comité consultatif du secteur financier (CCSF) sur les nouveaux PER, soit en juillet 2021, **seules deux offres de PER comptes-titres étaient proposées sur le marché²**.

¹ Rapport du Comité consultatif du secteur financier (CCSF) de 2021 sur les nouveaux plans d'épargne retraite, p. 16.

² Rapport précité p. 45.

Plusieurs raisons ont été évoquées pour expliquer cette faible pénétration du marché des PER comptes-titres, telles que **les habitudes des réseaux de distribution**, caractérisés par l'importance de la bancassurance, **le développement coûteux des systèmes d'information des gestionnaires d'actifs pour ces nouveaux produits**, **une domination historique des assureurs sur le marché des PER individuels**, ainsi que des **avantages structurels du PER assurantiel** par rapport au PER compte-titres.

Sur ce point, **il est vrai que le PER assurantiel présente, aux yeux de l'épargnant, des caractéristiques séduisantes**. En effet, l'accès aux fonds euros lui permet de garantir plus facilement l'épargne investie, il bénéficie d'une fiscalité avantageuse en cas de décès, il permet de souscrire des garanties complémentaires.

Toutefois, le PER compte-titres présente également de réels atouts, parmi lesquels le fait qu'il permette d'offrir une gamme plus large de supports d'investissement, mais surtout des frais potentiellement moins élevés pour l'épargnant.

En effet, **compte tenu de la structure de coûts complexe de l'assurance vie précédemment évoquée, les frais pratiqués dans un PER assurantiel constituent un véritable « millefeuille » tarifaire dont le coût peut être très élevé**. Ainsi, l'étude commandée récemment par le CCSF a évalué, par analyse d'un échantillon de contrats, que *« la somme des frais de gestion propres à l'assureur et aux sociétés de gestion avec des unités de comptes investies en actions s'élève déjà à près de 3 %, sans même compter les autres frais (sur versement, d'arbitrage, etc.) »*¹.

Pour les rapporteurs, outre les raisons historiques de structuration du marché, ces frais élevés ne peuvent être pratiqués qu'en raison d'une « cécité fiscale » des épargnants qui se manifeste en deux temps :

- d'une part, la déductibilité des versements à l'entrée du PER du revenu brut global rend l'épargnant moins sensible au niveau de frais ;

- d'autre part, les avantages fiscaux associés au PER assurantiel en cas de décès avantage nettement ce type d'enveloppe plutôt que le compte-titres.

¹ Rapport précité p. 59.

PER et fiscalité en cas de décès du titulaire

Le décès du titulaire entraîne la clôture du plan, et les sommes épargnées doivent être reversées aux héritiers ou aux bénéficiaires.

Dans le cas d'un PER compte-titres, le montant de ces sommes est intégré dans l'actif successoral, et est donc soumis aux droits de mutation à titre gratuit de droit commun.

Dans le cas d'un PER assurantiel, si le décès du titulaire se produit avant ses 70 ans, les sommes placées dans le PER ne sont pas intégrées à l'actif successoral et sont exonérées de droits de mutation à titre gratuit jusqu'à 152 500 euros par bénéficiaire. Au-delà, elles sont soumises à un prélèvement à hauteur de 20 %, puis de 31,25 % au-delà de 700 000 euros. En cas de décès après ses 70 ans, les sommes issues du PER sont exonérées dans la limite de 30 500 euros, cet abattement étant partagé entre l'ensemble des bénéficiaires désignés. Au-delà, elles sont soumises aux droits de mutation à titre gratuit.

Source : *commission des finances*

Pour y remédier, une solution aurait pu consister à aligner le régime fiscal applicable aux PER compte-titres sur celui applicable aux PER assurantiel. Cette piste n'a pas été retenue par les rapporteurs en raison de son coût nécessairement élevé pour les finances publiques. En tout état de cause, la divergence de régime fiscal reste, à l'heure actuelle, une difficulté du déploiement du PER compte-titres.

Toutefois, **l'essor actuel de ce segment du marché de l'épargne devrait permettre d'accroître progressivement la concurrence exercée par les PER compte-titres.** À l'inverse, des PER assantiels à bas coûts peuvent également émerger, notamment grâce à une gestion indicielle.

En tout état de cause, le déploiement de ces produits d'épargne doit nécessairement se traduire par **la commercialisation d'un produit peu coûteux, facile d'accès, et rentable pour les épargnants.** Alors que **la retraite supplémentaire reste toujours marginale** en France, représentant environ 2 % des prestataires versées en 2019¹, il est indispensable de dynamiser l'épargne retraite supplémentaire pour maintenir le niveau de vie à l'âge de la retraite, dans **un contexte de besoin accru de financement des régimes obligatoires et de l'allongement de l'espérance de vie.**

Pour ce faire, les rapporteurs proposent **le développement d'un PER dont la gestion serait peu chargée en frais afin d'optimiser le rendement servi,** en reposant, par exemple, uniquement sur la gestion passive, la souscription de fonds indiciels et dont **la gestion serait assurée par une entité publique non lucrative.**

¹ Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (DREES), « Les masses financières relatives à la retraite supplémentaire », 2021.

Il s'agirait ainsi de s'inspirer de la gouvernance du « *National Employment Savings Trust* » (NEST) britannique, fonds de pension public. La gestion de ce produit pourrait être confiée à la Caisse des dépôts et des consignations, compte tenu de son statut d'organe financier public et de son expertise en la matière, notamment en raison de la gestion administrative du régime additionnel de la fonction publique.

Les rapporteurs estiment que la mise en place d'un tel produit qui, contrairement au « *NEST* » britannique, resterait facultatif, agirait pour le marché des PER comme **un « révélateur » de la performance pouvant être servie à peu de frais aux épargnants**, permettant ainsi **de stimuler la concurrence sur ce segment du marché de l'épargne, et encouragerait l'élargissement de la gamme des PER proposée.**

Le « National Employment Savings Trust » (NEST)

Le NEST est un fond de pension public, créé en 2008 à la suite de la réforme des retraites adoptée au Royaume-Uni, dont l'un des objectifs était d'accroître le taux d'épargne des ménages en vue de la retraite, notamment en rendant obligatoire l'adhésion de certains salariés à un plan d'épargne retraite dans le cadre de leur entreprise. L'adhésion à NEST est obligatoire pour les salariés éligibles, sauf s'ils le déclinent, et les indépendants peuvent également y souscrire. Cette souscription « automatique » a permis une croissance rapide du fond de pension, dont le nombre de souscripteurs s'élève à **9 millions de personnes en 2020, pour un actif sous gestion de 9,5 milliards de livres environ**, soit 66 % de plus qu'en 2019, contre 400 000 livres en 2012.

Les versements de chaque salarié sont composés d'une participation du salarié, de l'employeur et d'un crédit d'impôt de l'État, permettant de répartir la charge de la contribution au plan d'épargne retraite. La contribution obligatoire des employeurs a augmenté progressivement, en passant de 1 % de la rémunération à 3 % entre 2012 et 2018. Le salarié bénéficie d'une portabilité de son plan d'épargne retraite s'il quitte son entreprise.

S'agissant des frais, ceux-ci sont plafonnés. Les seuls frais pratiqués sont ceux appliqués à chaque nouvelle contribution, qui s'élèvent à 1,8 % du montant de celle-ci, et ceux appliqués chaque année à l'encours total de l'épargne par souscripteur, à hauteur de 0,3 %. Il n'existe aucun frais d'entrée ni de sortie.

Enfin, s'agissant de sa gouvernance, « NEST Corporation », la structure administrative du fond, est une entité publique indépendante du Gouvernement et responsable devant le Parlement via le ministère du travail et des retraites.

Source : commission des finances du Sénat, d'après le site de NEST

Recommandation n° 13 : pour stimuler la concurrence sur le marché des plans d'épargne retraite et proposer un produit accessible à tous les épargnants, mettre en place un dispositif public facultatif de plan d'épargne retraite dont le fonctionnement ne reposera que sur la gestion passive.

Niveau d'intervention : législatif et réglementaire.

II. PROTÉGER LES ÉPARGNANTS EN CONTRÔLANT DAVANTAGE LES ACTEURS DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE

A. MIEUX ENCADRER LA PLURALITÉ ET LES ACTIVITÉS DES INTERMÉDIAIRES DU MARCHÉ DE L'ÉPARGNE

1. Améliorer la qualité du contrôle de l'honorabilité des intermédiaires

Les statuts des différents intermédiaires vers lesquels les épargnants peuvent se tourner sont très nombreux, et sont régis par des règles différentes. **Dans le souci d'améliorer la protection des épargnants, les travaux des rapporteurs se sont concentrés sur les intermédiaires de proximité**, ceux qui exercent leurs activités dans le cadre de petites ou moyennes entreprises (PME), voire de très petites entreprises (TPE), et dont la régulation est rendue complexe par le nombre important d'acteurs.

L'encadrement des conditions d'exercice de ces intermédiaires, a notamment été initié par le législateur en 1989¹ en prévoyant un dispositif de recensement d'abord limité aux courtiers d'assurance. Aujourd'hui, en application de l'article L. 512-1 du code des assurances, cette mission est assurée par **l'Organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance (Orias)**, structure bénéficiant du statut d'association loi 1901.

Le champ de l'obligation d'immatriculation auprès de l'Orias a été progressivement étendu par le législateur. Il inclut désormais² :

- **les intermédiaires en assurance**, c'est-à-dire les courtiers en assurance ou réassurance, les agents généraux d'assurance, les mandataires d'assurance, ainsi que les mandataires d'intermédiaires d'assurances ;

- **les intermédiaires en opérations de banque et en services de paiement (IOBSP)**, qui comprennent les courtiers, mandataires exclusifs, et les mandataires d'intermédiaires en opérations de banque et en services de paiement ;

- **les conseillers en investissements financiers (CIF) ;**

- **les agents liés de prestataires de services d'investissement (ALPSI) ;**

- **les conseillers en investissements participatifs (CIP) et les intermédiaires en financement participatif (IFP).**

¹ Loi n° 89-1014 du 31 décembre 1989 portant adaptation du code des assurances à l'ouverture du marché européen.

² Rapport annuel 2020 de l'Orias, p.8.

Au 31 décembre 2020, l'Orias comptabilise 67 572 intermédiaires, représentant 113 069 inscriptions dans les différentes catégories recensées, compte tenu du cumul d'activités, soit une hausse de 5 % par rapport à 2019. **Si le secteur d'activité est en croissance continue depuis plusieurs années, il est également marqué par une importante rotation**, comme en témoigne la répartition des demandes entre les inscriptions (43 %), les modifications d'inscriptions (32 %) et les suppressions et radiations (20 %).

La commission d'immatriculation de l'Orias

L'Orias est une association loi 1901 à but non lucratif, dont les statuts sont homologués par arrêté ministériel. Les statuts instituent une commission d'immatriculation dotée de la compétence d'inscription, de suppression d'inscription et de radiation. Sa composition est fixée par l'arrêté ministériel du 24 février 2016, modifié par l'arrêté du 1^{er} mars 2021. Elle est composée de :

- un représentant titulaire et un représentant suppléant nommés par l'Association française des intermédiaires en opérations de banque (AFIB) ;
- deux représentants titulaires et deux représentants suppléants nommés par la Fédération nationale des syndicats d'agents généraux d'assurances (AGEA) ;
- un représentant titulaire et un suppléant nommés par l'Association professionnelle des intermédiaires en crédits (APIC) ;
- deux représentants titulaires et deux suppléants nommés par la Chambre syndicale des courtiers d'assurance (Planète CSCA) ;
- trois représentants titulaires et trois suppléants nommés par l'Association française des établissements de crédits et des entreprises d'investissement AFECEI) ;
- un représentant titulaire et un suppléant nommés par l'Association nationale des conseillers financiers, conseillers en investissements financiers (ANACOFI-CIF) ;
- un représentant titulaire et un suppléant nommés par la Chambre nationale des conseils en gestion de patrimoine (CNCGP), un représentant titulaire et un suppléant nommés par la Fédération bancaire française (FBF) ;
- trois représentants titulaires et trois suppléants nommés par la Fédération française de l'assurance (FFA), un représentant titulaire et un suppléant nommé par la Fédération nationale de la mutualité française (FNMF).

Source : commission des finances du Sénat, à partir du rapport annuel 2020 de l'Orias

Afin de pouvoir s'immatriculer auprès de l'Orias et d'exercer leurs activités professionnelles, ces intermédiaires doivent respecter les conditions suivantes :

- **des conditions d'honorabilité ;**
- **des conditions de capacité professionnelle** graduée et spécifique selon leur statut ;
- **des conditions d'assurance de responsabilité civile professionnelle ;**
- **des conditions de garantie financière.**

S'agissant du contrôle de l'honorabilité, en application des articles R. 514-1 du code des assurances et R. 546-5 du code monétaire et financier, **l'Orias interroge le casier judiciaire national (CJN) en vue de l'obtention du bulletin numéro 2. Les rapporteurs soulignent que ces requêtes font l'objet d'un traitement de masse**, eu égard à leur nombre élevé : en 2020, 173 336 demandes ont été adressées au CJN, dont l'essentiel au moment des demandes d'inscription ou de modification.

Or, **le contrôle de l'honorabilité par l'Orias ne concerne pas aujourd'hui les salariés des intermédiaires qui doivent s'immatriculer**. Le contrôle du respect des conditions d'honorabilité de ceux-ci incombe à leur employeur, sur la base d'une attestation sur l'honneur ou d'une copie de l'extrait du casier judiciaire, ce qui présente un **niveau de garantie bien moindre** qu'une interrogation du CJN.

Dans cette perspective, lors de l'examen de la proposition de loi relative à la réforme du courtage de l'assurance et du courtage en opérations de banque et en services de paiement¹, **la commission des finances du Sénat avait adopté un amendement à l'initiative de son rapporteur Albéric de Montgolfier, visant à confier à l'Orias l'intégralité du contrôle de l'honorabilité des dirigeants et des salariés des intermédiaires immatriculés**. En effet, le dispositif initial allouait la mission d'assurer le contrôle de l'honorabilité des salariés aux associations professionnelles des intermédiaires en assurances et en opérations de banque et de service de paiement, nouvellement créées par la proposition de loi sur le modèle de co-régulation des CIF².

¹ Loi n° 2021-402 du 8 avril 2021 relative à la réforme du courtage de l'assurance et du courtage en opérations de banque et en services de paiement.

² Pour une information plus détaillée, le lecteur est invité à se reporter au commentaire de l'article unique de la proposition de loi figurant dans le rapport n° n° 331 (2020-2021) de M. Albéric de Montgolfier, fait au nom de la commission des finances, déposé le 3 février 2021.

Si cette disposition n'a pas été retenue par la commission mixte paritaire, **les rapporteurs restent convaincus qu'elle permettrait d'améliorer significativement l'honorabilité de l'ensemble des intermédiaires** – dirigeants comme salariés – grâce à un contrôle plus fiable et régulier. Même si ce processus est déjà relativement automatisé par l'Orias, une telle évolution nécessiterait toutefois de conduire une réflexion sur les moyens alloués à l'Orias pour assurer cet élargissement de sa mission actuelle.

Recommandation n° 14 : confier à l'organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance (Orias) le contrôle de l'honorabilité des dirigeants et des salariés des intermédiaires ayant l'obligation de s'immatriculer auprès ce registre.

Niveau d'intervention : législatif et réglementaire

2. Renforcer le rôle de l'Autorité des marchés financiers en imposant d'effectuer un contrôle régulier des associations professionnelles agréées de conseillers en investissements financiers

Pour **contrôler les conseillers en investissements financiers (CIF)** et leur respect des obligations qui s'imposent à eux en matière de protection de la clientèle, **une modalité originale de supervision a été mise en place**, celle de **la co-régulation avec les associations professionnelles**.

Les 5617 CIF enregistrés fin 2020 au registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance (ORIAS)¹ peuvent ainsi être contrôlés non seulement par l'AMF, mais également par leur association professionnelle, à laquelle ils sont obligés d'adhérer pour pouvoir exercer leur profession. Pour rappel, environ 6 % d'entre eux sont « indépendants », c'est-à-dire rémunérés par le biais d'honoraires, tandis que les autres sont principalement rémunérés par des rétrocessions de droits d'entrée et de frais de gestion, et accessoirement par des honoraires. En 2019, **l'ensemble des CIF géraient un encours de plus de 46 milliards d'euros**².

¹ Selon les données inscrites dans le [rapport d'activité de l'Autorité des marchés financiers en 2020](#).

² Les données sur la structure de rémunération des CIF ainsi que l'encours géré proviennent du [rapport d'activité CIF 2019](#) de l'AMF (novembre 2020).

La co-régulation des conseillers en investissements financiers (CIF)

Les associations professionnelles sont chargées d'enregistrer l'adhésion des CIF, de vérifier à cette occasion qu'ils disposent d'un programme d'activité, de suivre leur activité, de leur dispenser des formations annuelles et de les **contrôler une fois tous les cinq ans**. Elles peuvent également les sanctionner, jusqu'à les exclure de l'association. Chaque début d'année, les associations transmettent à l'AMF la liste des CIF qu'elles prévoient de contrôler, l'AMF pouvant ainsi s'assurer du contrôle effectif de chacun des CIF tous les cinq ans. Selon les chiffres communiqués aux rapporteurs, dans 70 % à 95 % des contrôles, des manquements sont relevés, dont une majorité de faible ou de moyenne gravité.

L'AMF est quant à elle chargée d'agréeer les associations de CIF, de valider leur code de bonne conduite et les conditions d'adhésion de leurs membres. Elle les supervise et les contrôle et peut, le cas échéant, proposer à la Commission des sanctions de les sanctionner (avertissement, blâme, interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités, sanction pécuniaire¹). Elle mène en parallèle des contrôles ponctuels directement auprès des CIF, après une **analyse de risque**. Chaque CIF est en outre obligé de passer l'examen de « **certification professionnelle AMF** » afin d'attester d'un socle minimal de connaissances en matière financière, réglementaire et déontologique.

Pour l'AMF, ce système présente **deux avantages** :

- de la **souplesse** : les CIF sont nombreux et de taille très diverse, certains ne disposant par exemple pas de direction juridique ;
- de la **simplification** : les CIF peuvent disposer d'un autre statut, non régulé ou régulé par une autre autorité, telle l'ACPR. Les associations professionnelles sont également plus proches des CIF, y compris géographiquement.

Source : réponses au questionnaire adressé à l'Autorité des marchés financiers par les rapporteurs

Si ce système de co-régulation permet à la fois de conférer un pouvoir de contrôle à ceux qui sont le plus à même de juger des pratiques de CIF et d'éviter d'engorger l'AMF, le **risque de conflits d'intérêts n'est là encore pas à exclure**. Tout système de co-régulation entraîne en effet deux risques :

- celui que le régulateur - l'AMF ici - n'en vienne à se défausser entièrement sur le second échelon de contrôle pour effectuer cette mission de supervision ;

- celui que les associations professionnelles ne se montrent finalement que très peu enclines à sanctionner leurs membres et soient trop complaisantes à leur égard, d'autant plus qu'elles sont également chargées de défendre les intérêts de leurs membres.

Ces réticences trouvent en partie un écho dans les résultats des contrôles menés par l'AMF. Depuis plusieurs années, et selon les informations communiquées aux rapporteurs, l'AMF privilégie le contrôle des CIF commercialisant des produits atypiques et de ce fait beaucoup plus

¹ Sanctions définies au [III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier](#).

risqués pour les investisseurs, en particulier les moins avertis d'entre eux. Or, elle constate que **les CIF, sur ce segment, manquent régulièrement à leurs obligations**, qu'elles portent sur la connaissance du client, la procédure d'entrée en relation commerciale ou encore la transparence sur les frais et sur la performance de ces produits risqués. À titre d'exemple, dans le cadre d'un contrôle ciblé sur six CIF et sur la commercialisation d'un fonds britannique en 2017, l'AMF a constaté qu'aucun d'entre eux n'avait pris la peine de vérifier que le fonds était bien autorisé à la commercialisation en France. Tous n'ont pas non plus fait explicitement figurer dans leurs documents les risques encourus par les clients.

Ce sont malheureusement des défauts récurrents : dans le rapport du pôle commun AMF-ACPR en 2020, les régulateurs parlaient de « *lacunes importantes dans les diligences réalisées par les CIF* » dans la **commercialisation de produits atypiques, voire interdits**¹.

Ces éléments de bilan laissent donc craindre aux rapporteurs que **le seul contrôle exercé par les associations professionnelles soit insuffisant** pour évaluer et déceler ces pratiques, d'autant que 79 % des contrôles menés en 2019 par elles ont conduit à relever un ou plusieurs manquements. Si la majorité sont mineurs, d'autres concernent des sujets de premier ordre, telle la bonne information du client, le respect des obligations en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme ou encore la prévention des conflits d'intérêts. Toutes associations confondues, **109 sanctions ont été prononcées en 2018 et 157 en 2019**.

Consciente du risque de conflits d'intérêts suscité par le système de co-régulation et ayant relevé la qualité insuffisante des contrôles menés par les associations professionnelles agréées, **l'AMF leur a progressivement imposé de nouvelles règles** : obligation de suivre un modèle de grille de contrôle, révision et validation des codes de conduite en 2018 (sachant que l'AMF peut sanctionner leur violation), mise à jour de la politique de gestion des conflits d'intérêts, création d'un dispositif de partage d'informations entre l'AMF et les associations, nomination au sein de l'association d'un référent permanent, interlocuteur privilégié de l'AMF n'exerçant par ailleurs aucune fonction privée dans le secteur financier.

Ces renforcements sont bienvenus, mais encore insuffisants. L'AMF n'a procédé à **aucun contrôle des associations professionnelles entre 2016 et 2020**, un contrôle sur les quatre associations étant prévu en 2021. Aucun bilan n'a donc encore pu être fait de ce système de co-régulation et aucune sanction n'a de fait été infligée à une association de CIF sur cette même période.

¹ Autorité des marchés financiers et Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, [Rapport d'activité 2020 du pôle Assurance Banque Épargne](#), juin 2021.

Dans ce contexte, et afin de s'assurer que ces associations respectent bien leurs obligations, **les rapporteurs ne peuvent que recommander à l'AMF de jouer un rôle plus proactif en matière de contrôle des associations professionnelles de CIF, par le biais de contrôles réguliers.** Les orientations et les formations sont certes importantes, mais elles ne suffisent manifestement pas pour **harmoniser les pratiques et protéger au mieux les intérêts des épargnants.**

De surcroît, avec l'instauration d'un nouveau dispositif de partage d'informations entre l'AMF et les associations professionnelles, par lequel l'AMF peut désormais demander aux associations de suivre plus particulièrement les activités des CIF présentant des risques modérés, il est primordial que ce système soit évalué afin de **s'assurer du traitement adéquat réservé par les associations à ces signalements.**

Recommandation n° 15 : contrôler régulièrement les associations professionnelles agréées de conseillers en investissements financiers, par moitié tous les ans. Inclure dans ce bilan une évaluation du suivi des signalements adressés par l'Autorité des marchés financiers à ces associations.

Niveau d'intervention : Autorité des marchés financiers.

Il est d'autant plus important d'évaluer cette modalité de supervision que la co-régulation a vocation à être étendue aux activités de courtage, sous l'égide de l'ACPR¹.

Par ailleurs, ce devoir de vigilance et de contrôle renforcé des CIF et de leurs associations par l'AMF pourrait trouver une traduction au niveau européen. Dans son nouveau plan d'action sur l'union des marchés des capitaux, publié au mois de septembre 2020², la Commission européenne a défini, parmi ses 16 actions prioritaires, **l'amélioration du niveau des qualifications professionnelles des conseillers et l'évaluation de la faisabilité de la création d'un label paneuropéen pour les conseillers financiers.** Si de telles obligations, harmonisées, venaient à s'imposer aux CIF, le devoir de vigilance de leurs associations professionnelles s'en trouverait accru, de même certainement que le rôle des régulateurs.

¹ Loi n° 2021-402 du 8 avril 2021 relative à la réforme du courtage de l'assurance et du courtage en opérations de banque et en services de paiement. Lors de l'examen de cette proposition de loi, [et dans son rapport](#), le rapporteur Albéric de Montgolfier avait déjà constaté les fragilités du système proposé pour les courtiers.

² [Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des régions](#) : « Une union des marchés des capitaux au service des personnes et des entreprises – nouveau plan d'action », 24 septembre 2020.

3. Étendre le champ d'intervention de l'Autorité des marchés financiers au contrôle préalable des investissements défiscalisés dans le logement locatif, notamment en matière de publicité

S'agissant des dispositifs d'incitation à l'investissement dans le logement locatif, le dispositif « Pinel »¹ prend actuellement la forme d'une réduction d'impôt sur le revenu pour les particuliers qui acquièrent et qui mettent en location un logement neuf dans une zone tendue ou couverte par un contrat de redynamisation de site de défense actif. Depuis le 1^{er} janvier 2021, ce bien doit se situer dans un bâtiment d'habitation collectif. Sous réserve de respecter des conditions de location², le propriétaire pourra bénéficier d'une réduction d'impôt dont le taux s'applique au prix de revient net du logement neuf et varie selon la durée de l'engagement (12 % pour un engagement de six ans, 18 % pour un engagement de neuf ans et 21 % pour un engagement de 12 ans)³.

Le coût prévisionnel de cette dépense fiscale était de plus de 990 millions d'euros en 2020 et de près d'1,2 milliard d'euros en 2021, pour environ 200 000 ménages bénéficiaires.

Il paraît nécessaire de confier à l'Autorité des marchés financiers un rôle nouveau en matière de protection des épargnants, en étendant son champ d'intervention au domaine de l'investissement locatif, pour trois raisons principalement :

- la première concerne l'existence d'une « zone d'ombre » en matière de contrôle des offres fiscales immobilières, par le biais de l'investissement locatif. Ainsi, lors de son audition, la direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes (DGCCRF), compétente pour le secteur immobilier, a expliqué aux rapporteurs que les contrôles *a priori* ne constituaient pas son cœur de métier, son champ de compétences et ses principales missions relevant de contrôles *ex post*, par des enquêtes. Elle n'intervient donc, dans la grande majorité des cas, qu'après réclamation et, surtout, **elle ne peut constater l'existence d'offres abusives ou frauduleuses**. 2 % des signalements adressés à la DGCCRF ont concerné l'immobilier en 2020⁴ et les réclamations

¹ Prévus à l'article 199 novovicies du code général des impôts. Il existe d'autres dispositifs : le « Denormandie », semblable au Pinel mais applicable aux logements qui font ou qui ont fait l'objet de travaux de rénovation ou de transformation ; le Censi-Bouvard, applicable jusqu'à la fin de l'année 2021 pour les établissements d'aide à la personne. D'autres sont en extinction, comme le « Duflot » ou le « Scellier ». Un descriptif de ces dispositifs et de leurs modalités est disponible ici : <https://www.impots.gouv.fr/portail/particulier/deductions-liees-au-logement>.

² Il s'agit notamment de louer le bien en respectant des plafonds de loyer, de le louer sur une durée de six à neuf ans prolongeable à douze ans et de le louer à des ménages dont les ressources sont inférieures à un plafond.

³ Ces taux ont été modifiés en loi de finances et seront, au 1^{er} janvier 2023, de respectivement 10,5 %, 15 % et 17,5 % et, au 1^{er} janvier 2024, de 9 %, 12 % et 14 %.

⁴ DGCCRF, [Rapport d'activité 2020](#) (avril 2021).

des consommateurs sur le secteur « Immobilier-logement-BTP » ont baissé de 41 % entre 2020 (6 851) et 2019 (11 597). Elles s'élevaient à 12 275 en 2018¹ ;

- la deuxième s'appuie sur le fait que **l'AMF a déjà développé une expertise sur des produits qui ne s'apparentent pas stricto sensu à des produits financiers**. L'AMF avait en effet traditionnellement une compétence sur les sujets relatifs à la distribution de produits d'épargne et d'investissements incarnés dans des instruments financiers. Toutefois, le législateur² a élargi son périmètre d'intervention pour inclure **les biens divers**, qui offrent une promesse de rendement récurrent associé à un service de gestion³. Ils correspondent à des **investissements « atypiques »** : vins, œuvres d'art, photovoltaïque, etc. C'est fort de cette expérience dans les biens divers que le mandat de l'AMF serait élargi aux investissements défiscalisés dans l'immobilier locatif. En parallèle, les échanges d'information avec les autres régulateurs, par exemple au sein du groupe de travail AMF-Banque de France-ACPR et DGCCRF, sont à encourager, pour couvrir au mieux les secteurs concernés ;

- la troisième enfin repose sur **l'expérience de l'AMF en matière de contrôle des investissements atypiques**, l'autorité de régulation ayant développé des outils qui pourraient être utilement mis à profit pour la détection d'offres frauduleuses en matière d'investissement locatif.

Ces outils s'articulent autour d'un **double volet préventif et répressif** :

Volet préventif	Volet répressif
<ul style="list-style-type: none">- communication auprès du grand public pour les informer d'offres frauduleuses ;- publication de listes blanches et de listes noires régulièrement mises à jour ;- développement d'outils appuyés sur l'intelligence artificielle pour détecter des sites potentiellement frauduleux ;- veille publicitaire quotidienne.	<ul style="list-style-type: none">- rappel à la réglementation en cas de publicité non autorisée ;- inscription de produits et de prestataires de services en investissement sur une liste noire ;- interdiction de la publicité pour les produits très risqués (loi Sapin II).

¹ Selon les données figurant dans le [bilan annuel du baromètre des réclamations de consommateurs en 2020](#), publié par la DGCCRF.

² Au gré de l'adoption de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation (dite loi Hamon) et de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite loi Sapin II).

³ Aux termes de [l'article L. 551-1 du code monétaire et financier](#).

Ce sont autant d'instruments disponibles et adaptables au contrôle des offres dans l'investissement locatif, et qui permettraient à l'AMF de pouvoir réagir très rapidement en cas de fraude ou de danger pour les épargnants. Les rapporteurs considèrent en effet que les dispositifs existants sont insuffisants, alors même que l'inspection générale des finances a relevé que, **dans la moitié des cas, le rendement net global pour l'investisseur au bout de neuf ans hors effet de la hausse du prix de l'immobilier est négatif**¹. Les promoteurs et les intermédiaires mettent en effet l'accent sur la réduction fiscale, en obérant les risques liés à l'actif immobilier en lui-même.

Les rapporteurs sont néanmoins conscients qu'une telle mission ne pourrait être assurée à effectifs constants par l'AMF, d'autant qu'elle nécessite le recrutement de compétences et expertises différentes. **Le déploiement de cette nouvelle mission pourrait ainsi se faire en deux étapes** : à l'instar de ce qui est fait pour les biens divers, l'AMF pourrait tout d'abord **mobiliser ses outils de prévention à destination des offres en matière d'investissement locatif**, y compris la publication d'une **liste blanche et d'une liste noire des intermédiaires**, avant d'évoluer dans un second temps **vers un contrôle préalable des offres d'investissement**. Par exemple, les outils d'intelligence artificielle et de traitement de données mis en œuvre par la direction des données et de la surveillance de l'AMF lui permettent de détecter dans les mails les *spam* porteurs d'offres frauduleuses. Cet outil pourrait trouver un déploiement utile en matière de contrôle des offres dans l'immobilier locatif.

Que ce soit dans la première ou dans la seconde phase, l'AMF pourrait également **surveiller et référencer les frais pratiqués par les promoteurs et les intermédiaires**, pour éviter que l'avantage fiscal attaché à l'investissement locatif, une dépense publique, ne profite de manière disproportionnée aux intermédiaires et aux promoteurs², au détriment des épargnants.

¹ Inspection générale des finances, « [Évaluation du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel](#) », novembre 2019.

² En intégrant dans le prix du bien l'apport que peut représenter cette dépense fiscale pour l'investisseur.

L'encadrement des frais dans le dispositif Pinel

Une première étape en matière d'encadrement des frais a pu être franchie à l'initiative du Sénat, qui a adopté un amendement du rapporteur général Albéric de Montgolfier lors de l'examen de la loi de finances initiale pour 2018¹. Cet amendement a modifié l'article 199 *novovicies* du code général des impôts afin de plafonner le montant des frais et commissions directs et indirects imputés au titre de l'acquisition d'un bien dans le cadre d'un Pinel. Ce plafond a été fixé par voie réglementaire à 10 % du prix de revient, après près de deux ans de négociations.

L'AMF, par le biais de ces contrôles « SPOT » et de ses visites « mystère », et comme elle le fait pour les intermédiaires financiers, s'assurerait également **du respect par les conseillers en investissement ou en gestion du patrimoine de leurs obligations vis-à-vis de la clientèle**, avec notamment **la transmission d'une information correcte et transparente sur les risques inhérents à l'acquisition d'un bien immobilier en investissement locatif**². Vérifier le respect de ces diligences et de la bonne information de l'épargnant fait d'ores et déjà partie des compétences de l'AMF, compétences qui seraient donc étendues au conseil portant sur les investissements dans l'immobilier locatif. La même obligation de moyens s'appliquerait à ces conseillers, qui seraient également chargés de vérifier l'adéquation entre le produit proposé et le profil du client.

À l'instar des biens divers, cette nouvelle mission confiée à l'AMF ne serait pas de nature à empêcher toute coopération ou « partage des tâches » avec la DGCCRF. Pour les biens divers, AMF et DGCCRF se coordonnent et échangent régulièrement des informations, notamment lorsque certains aspects semblent relever davantage d'un régulateur.

Recommandation n° 16 : étendre le champ d'intervention de l'Autorité des marchés financiers à la supervision et au contrôle des investissements défiscalisés dans le logement locatif, avec notamment un contrôle de la publicité et des intermédiaires.

Niveau d'intervention : Autorité des marchés financiers.

¹ Article 68 de la loi n° 2017-1837 du 30 décembre 2017 de finances pour 2018 modifiant l'article 199 *novovicies* du code général des impôts et [décret n° 2019-1426 du 20 décembre 2019 pris pour l'application du X bis de l'article 199 *novovicies* du code général des impôts et relatif au plafonnement des frais et commissions des intermédiaires intervenant lors d'une acquisition de logement bénéficiant de la réduction d'impôt prévue à cet article.](#)

² Il s'agit par exemple du risque de défaillance financière de l'exploitant ou du promoteur, des risques liés à la revente et à une éventuelle moins-value, du risque lié à l'absence de locataire (avec deux effets : un manque à gagner du fait de l'absence de loyers et un le risque de voir la dépense fiscale être remise en cause) ou encore des risques portant sur la remise en cause de l'application de la dépense fiscale.

B. RENFORCER L'ENCADREMENT DES CAGNOTTES EN LIGNE AU REGARD DE LA LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT DES CAPITAUX ET LE FINANCEMENT DU TERRORISME

En 2019, **629 millions d'euros** ont été collectés par le biais du **financement participatif auprès d'1,2 million de personnes**, soit une augmentation de plus de 56 % par rapport à l'année 2018 (402 millions d'euros) et un montant près de quatre fois plus élevé que celui constaté en 2015 (167 millions d'euros), première année de pleine application de la réglementation française en matière de financement participatif. 13 % étaient des dons, 6 % des investissements et 81 % des prêts ou des obligations¹. Les acteurs du financement participatif prennent donc une importance croissante, et avec eux les enjeux en matière de diligences et de protection des épargnants.

Dans son analyse nationale des risques², publiée en 2019, le Conseil d'orientation de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (COLB) faisait état d'une **menace modérée pour le secteur du financement participatif mais de vulnérabilités élevées**, en dépit des évolutions intervenues pour que les plateformes de prêts et de dons s'enregistrent sous le **statut d'intermédiaire en financement participatif (IFP)**, relevant de l'ACPR³ et enregistré auprès de l'Orias. **Le COLB relevait ainsi une mobilisation insuffisante des plateformes au titre de leurs obligations de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (LCB-FT)**. Une évaluation « risque global élevé » a donc été attribué à ces acteurs.

Ces inquiétudes ont été relayées par Tracfin. Dans son rapport d'analyse publié en décembre 2019, le service de renseignement observait que « *les collectes de fonds en ligne transitant par (...) des sites de cagnottes en ligne présent[ai]ent un risque important en matière de financement du terrorisme* ». Ces constats se sont accompagnés d'une hausse des déclarations de soupçons reçues par Tracfin⁴ : de 3 en 2019 à 12 en 2020 pour celles en provenance des conseillers en investissement participatif, de 1 751 en 2019 à 2 106 en 2020 pour les déclarations de soupçon transmises par les intermédiaires en investissement participatif. Sur le total de ces 2 118 déclarations en 2020, 1 412 avaient trait au financement du terrorisme, pour des enjeux financiers estimés à 7,22 millions d'euros.

¹ Selon les données transmises aux rapporteurs par l'AMF en réponse à leur questionnaire.

² Rapport du Conseil d'orientation de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (COLB) – « [Analyse nationale des risques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme en France](#) », septembre 2019.

³ Les conseillers en investissement participatif (CIP) relèvent quant à eux de l'AMF. Ce statut est propre aux acteurs du financement participatif sous forme de titres financiers. Ils sont également enregistrés auprès de l'Orias.

⁴ Tracfin, [Rapport d'activité et d'analyse 2020](#), juillet 2021.

Des progrès sont à noter dans le cadre de l'article 41 du portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans le domaine des transports, de l'environnement, de l'économie et des finances¹, qui habilite le Gouvernement à prendre par ordonnance les mesures relevant du domaine de la loi et permettant notamment de **modifier les dispositions encadrant la supervision des activités de financement participatif**, pour assujettir les cagnottes en ligne aux obligations de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme (LCB-FT).

Comme le rappelait Hervé Maurey dans son rapport sur le projet de loi², l'ACPR et Tracfin ont en parallèle alerté à plusieurs reprises sur les difficultés rencontrées avec ces acteurs, qui profitent des **ambiguïtés de la réglementation pour échapper à la déclaration sous le statut d'intermédiaire en financement participatif**, qualification qui impose l'assujettissement au dispositif LBC-FT et donc des diligences spécifiques (vérification de l'identité des clients et des bénéficiaires effectifs, surveillance des opérations, déclarations de soupçon le cas échéant).

Les rapporteurs estiment donc que **les efforts entamés pour réguler davantage les plateformes de financement participatif et protéger les épargnants** – liés notamment aux avertissements sur le caractère risqué des projets, aux indications sur les dates de début et de fin des projets, aux précisions factuelles sur la nature et le contenu du projet et à l'information sur le taux de défaillance trimestriel des projets mis en ligne – **doivent trouver un prolongement en matière de LBC-FT**. Il s'agit ici non pas d'une protection liée à la performance ou au rendement du produit, d'autant que certains participants font le choix du don ou du prêt non onéreux, mais de **protéger l'épargnant de bonne foi de toute implication dans un circuit de financement douteux**.

Les rapporteurs proposent dans ce cadre **d'assujettir systématiquement les acteurs du financement participatif à une obligation de reporting auprès de l'ACPR**. Aujourd'hui, l'ACPR peut décider de les soumettre à son contrôle dans le cadre d'une mission sur place portant sur la réglementation en matière de protection de la clientèle ou sur le dispositif de prévention du LBC-FT mais les acteurs ne sont pas soumis à l'obligation régulière de transmettre des informations sur leurs activités, leurs règles de gouvernance et leur organisation.

¹ À la date de rédaction, la loi, adoptée par le Sénat et par l'Assemblée nationale, n'avait pas encore été promulguée. Lien vers le dossier législatif : <http://www.senat.fr/dossier-legislatif/pjl20-535.html>.

² *Avis n° 569 (2020-2021) de M. Hervé MAUREY, fait au nom de la commission des finances, déposé le 12 mai 2021, sur le projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans le domaine des transports, de l'environnement, de l'économie et des finances.*

Si les rapporteurs comprennent le souhait initial derrière cette dérogation, à savoir le souci d'alléger la réglementation et d'agir de manière proportionnée face à une population hétérogène et constitué de beaucoup d'acteurs de petite taille, **les obligations en matière de LBC-FT et de protection des épargnants sont devenues extrêmement exigeantes et doivent s'imposer à tous**. Par ailleurs, ce *reporting* pourrait ensuite permettre à l'ACPR et au pôle commun AMF-ACPR d'améliorer le ciblage de leurs contrôles sur les acteurs du financement participatif.

Recommandation n° 17 : soumettre l'ensemble des acteurs du financement participatif à une obligation annuelle de *reporting* auprès de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) avec description de la nature des activités, de la gouvernance et de l'organisation. Évaluer après trois ans les apports, les difficultés et les évolutions souhaitables à apporter à ce dispositif de *reporting* systématique.

Niveau d'intervention : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le mercredi 6 octobre 2021 sous la présidence de M. Claude Raynal, président, la commission a entendu une communication de MM. Jean-François Husson et Albéric de Montgolfier sur la protection des épargnants.

M. Claude Raynal, président. – Nous entendons ce matin une communication de MM. Jean-François Husson et Albéric de Montgolfier sur la protection des épargnants.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur. – Nous vous présentons effectivement ce matin les conclusions de nos travaux de contrôle sur la protection des épargnants. Ces travaux ont été initiés au début de l'année 2020, en ma qualité de rapporteur général. La crise sanitaire et ses conséquences économiques ayant bousculé le programme de travail de notre commission, je n'ai pas pu les mener à leur terme avant le dernier renouvellement sénatorial. Jean-François Husson et moi-même sommes convenus de les poursuivre ensemble, ce qui a été acté par notre commission en janvier dernier. L'essentiel des auditions a ainsi été conduit au cours du premier semestre 2021.

Ces travaux de contrôle ont tout d'abord été motivés par le contexte du marché de l'épargne français. Celui-ci est marqué par la persistance d'un environnement de taux bas, qui, conjugué à une inflation en hausse, érode considérablement le rendement des produits d'épargne les plus « sécurisés » et liquides, comme les livrets d'épargne. Cette faiblesse des rendements rend, aux yeux des épargnants, plus attractifs les produits risqués. En outre, la crise sanitaire s'est traduite par la constitution d'une épargne « forcée », qui est venue accroître le flux d'épargne sur un marché déjà très dynamique en France.

Dans cette perspective, nous avons entendu le sujet de la protection des épargnants comme l'ensemble des mesures permettant d'assurer aux épargnants les conditions nécessaires pour faire fructifier leur épargne. Il s'agit d'un véritable enjeu de pouvoir d'achat : la rémunération et les conditions d'exercice des intermédiaires financiers ont des conséquences déterminantes sur la performance servie pour les épargnants. Ainsi, la protection des épargnants s'entend comme la possibilité de leur offrir le meilleur accompagnement pour le rendement le plus performant.

Par conséquent, nous avons exclu du champ de nos travaux les thématiques liées à la protection des publics bancaires, qui ont déjà été largement abordées par notre commission, ainsi que les enjeux liés aux règles prudentielles, qui sont assez éloignés de la protection de la clientèle en tant que consommateurs de produits financiers ; nous avons aussi volontairement exclu la question du fléchage de l'épargne vers le

financement de l'économie, qui est essentielle à nos yeux, mais s'éloignait du sujet, même si les épargnants y prêtent une attention croissante.

Le champ ainsi défini nous a amenés à entendre des économistes, des spécialistes de l'épargne, des administrations, des associations de professionnels, des autorités nationales et européennes de supervision. Nous avons également adressé deux questionnaires à l'Autorité des marchés financiers (AMF) et à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Cela nous a permis de dresser un état des lieux de l'épargne en France du point de vue de la protection des épargnants, et de formuler des propositions.

M. Jean-François Husson, rapporteur. – Il me revient de vous présenter tout d'abord un état des lieux du marché de l'épargne en France. On identifie trois sujets : la protection normative des épargnants, la structuration du marché de l'épargne et le niveau des frais.

Premier constat, la protection normative des épargnants s'est considérablement étoffée ces dernières années. En particulier, les exigences en matière d'information de la clientèle et du devoir de conseil ont été renforcées sous l'effet de la réglementation européenne. En outre, les règles en matière d'encadrement des rémunérations continuent de diverger entre celles qui sont applicables aux assureurs et à leurs intermédiaires et celles qui sont applicables aux autres intermédiaires financiers. En effet, il est important de rappeler que ces deux catégories d'acteurs relèvent de deux corpus normatifs différents : la directive sur la distribution d'assurances, dite « DDA », pour le secteur assurantiel, et la directive concernant les marchés d'instruments financiers, dite « MIF 2 », pour les intermédiaires financiers.

En parallèle, les dispositifs d'alerte et de supervision ont été davantage développés, notamment avec l'entrée en vigueur des dispositions de la loi « Sapin 2 ».

Enfin, ce « bouclier normatif » s'est également adapté aux nouveaux produits d'épargne. Ainsi, la loi relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite « loi Pacte », a étendu le pouvoir de blocage de l'accès aux sites internet par l'AMF à de nouveaux prestataires. Dans leurs champs de compétences respectifs, l'AMF et l'ACPR s'adaptent continuellement aux nouvelles arnaques et à la multiplication des offres frauduleuses, telles celles concernant les diamants, les cryptoactifs, les grands crus ou encore les fausses sociétés civiles de placement immobilier.

Deuxième constat, la structuration du marché de l'épargne est peu propice à l'amélioration de la performance servie aux épargnants, en dépit d'un taux d'épargne parmi les plus élevés d'Europe.

D'abord, le modèle historique de la « bancassurance », très implanté en France, a contribué à la *success story* de l'assurance vie depuis les années 1980. Or, l'assurance vie renforce l'intermédiation du marché de l'épargne français, ce qui a des conséquences très concrètes pour les frais

acquittés par les épargnants. En effet, aux frais propres au support d'investissement s'ajoutent les frais de gestion du contrat de l'assureur.

Ensuite, le marché français présente un encours moyen par fonds plus faible que celui constaté dans d'autres pays européens, de l'ordre de 168 millions d'euros en France en 2018, contre 467 millions d'euros au Royaume-Uni. Or cette multiplication des « petits » fonds ne permet pas d'économies d'échelle et pèse nécessairement sur les frais.

Enfin, les auditions ont témoigné du fort attachement des épargnants à la culture du conseil. Or, et c'est tout le paradoxe de l'épargnant français, celui-ci est dans le même temps réfractaire à l'idée de rémunérer la fourniture de conseil sous la forme d'honoraires. Ce constat entraîne deux conséquences pour le marché de l'épargne. D'une part, la rémunération des intermédiaires repose sur la pratique des rétrocessions de commissions, à savoir une rémunération du distributeur par une partie des frais de gestion du support, par exemple une société de gestion, qui la lui reverse. Or cette pratique emporte un risque élevé de conflit d'intérêts, car le distributeur est incité à orienter l'épargnant vers le produit dont le taux de commissionnement est le plus élevé. D'autre part, cette préférence des épargnants explique le faible développement de la gestion passive en France, contrairement à d'autres pays européens, au bénéfice de la gestion active, aux frais plus élevés.

Troisième constat, la performance des produits d'épargne est pénalisée par des frais élevés. Le marché de l'épargne est resté dynamique en 2020, en dépit de la crise sanitaire et économique. Nos travaux, centrés sur les frais appliqués aux produits destinés à une clientèle non professionnelle, ont toutefois montré que ce dynamisme ne profitait pas pleinement aux épargnants.

En effet, la performance brute des produits est diminuée de nombreux frais : frais de gestion du fonds, frais de courtage, éventuellement commissions de surperformance, frais d'entrée et de sortie. À cette première couche de frais, liés au fonds lui-même, s'ajoutent les frais liés au support de l'investissement, par exemple une assurance vie. Par conséquent la France se situe dans la moyenne haute des pays de l'Union européenne, en particulier quand on tient compte du fait que la détention de parts de fonds est le plus souvent indirecte, avec ces deux couches de frais.

Nous avons donc voulu évaluer l'impact de ces frais sur la performance nette servie à l'épargnant. Sur les simulations et les comparaisons qui seront proposées dans le rapport, trois éléments doivent être rappelés.

En premier lieu, il n'existe pas de base de données unique et consolidée, recensant l'ensemble des frais pratiqués. Nous avons donc utilisé les données de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), sur 10 ans, en les extrapolant sur des durées de 20, 30 et 40 ans. Les données de

l'ESMA s'appuient par ailleurs sur le pays de domiciliation du fonds et ne recouvrent que les frais courants, les frais d'entrée et les frais de sortie. En deuxième lieu, pour les comparaisons européennes, nous nous sommes appuyés sur un portefeuille « composite », avec différents produits : actions, obligations et produits diversifiés. En troisième lieu, nous avons voulu prendre comme exemple un montant d'épargne accessible, avec un versement initial de 5 000 euros et des versements mensuels de 100 euros. Les chiffres sont frappants. Après 10 ans, sur un fonds diversifié, 17 % de la performance sera captée par les frais en France, contre 11 % aux Pays-Bas ou 15 % au Royaume-Uni. Après 40 ans, c'est 57 % de la performance qui sera « perdue », contre 36 % aux Pays-Bas, 51 % au Royaume-Uni et 55 % en moyenne dans l'Union européenne.

Nous avons estimé les effets d'une baisse de 0,3 point des frais de gestion pour le même portefeuille : un épargnant gagnerait environ 500 euros à 10 ans, puis 2 500 euros à 20 ans, 8 500 euros à 30 ans et près de 19 000 euros après 40 ans. Les écarts les plus significatifs sont, à cet égard, ceux que l'on peut constater entre gestion active et gestion passive. En investissant dans un fonds indiciel en actions, produit qui se distingue par ses frais beaucoup plus faibles qu'un même fonds en actions à gestion active, un épargnant accroîtra son rendement d'environ 16 % au bout de 30 ans, soit 44 500 euros dans notre cas-type.

Face à ce panorama, nous avons souhaité proposer des solutions concrètes pour mieux protéger les épargnants. Nous avons formulé 17 recommandations, réparties en quatre axes : l'encadrement des frais, la transparence, l'adaptation des produits et le contrôle des intermédiaires.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur. – La question des frais est centrale. Notre premier axe consiste à renforcer l'encadrement de certaines catégories de commissions.

Au préalable, il convient d'indiquer que la question de la suppression des rétrocessions de commissions, comme aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, a jalonné l'ensemble de nos auditions. En effet, plusieurs arguments plaident pour une suppression de ce système : il impose une asymétrie d'information entre les souscripteurs et les distributeurs ; il encourage la souscription de produits avec un niveau de frais élevé, indépendamment du profil ou du besoin de l'épargnant – en ce qui concerne l'assurance vie, le taux de rétrocession des frais perçus par les gestionnaires d'actifs est ainsi de l'ordre de 57 %, ce qui est très important – ; le rendement pour l'épargnant est potentiellement plus faible en raison d'un processus de sélection des frais fondé sur la part de rétrocessions, et non sur la performance réelle.

Sur ce sujet, les assureurs et leurs intermédiaires, d'une part, et les intermédiaires financiers, d'autre part, ne sont pas logés à la même enseigne. En effet, si la directive « DDA » autorise la conservation des rétrocessions de

commissions dès lors qu'elles n'ont pas d'impact négatif sur la qualité du service, la directive « MIF 2 » l'interdit pour le conseil indépendant, et l'autorise sous certaines conditions pour le conseil dit « non indépendant ». Dans cette dernière hypothèse, les conditions pour les conserver sont toutefois un peu plus exigeantes que pour les assureurs, dans la mesure où la directive prévoit que la rémunération par rétrocession doit permettre d'améliorer la qualité du service rendu. Ainsi, il n'est pas étonnant qu'un seul prestataire de services d'investissement ait choisi d'opter pour le statut d'indépendant en France.

Toutefois, au terme de nos travaux, nous avons exclu à ce stade une suppression sèche des rétrocessions, pour plusieurs raisons. L'expérience néerlandaise montre que leur suppression peut se traduire par une offre de produits plus limitée pour l'épargnant, les distributeurs ne vendant plus que les produits gérés par le groupe financier auquel ils appartiennent. Il y a aussi une dimension culturelle. Comme cela a été précédemment souligné, les épargnants français sont réfractaires à la pratique des honoraires, seule alternative à la rémunération en l'absence de rétrocessions. Enfin, la suppression des rétrocessions uniquement pour les intermédiaires financiers qui en bénéficient aujourd'hui augmenterait encore les divergences réglementaires entre ceux-ci et les assureurs.

En contrepartie de ce maintien à court terme, nous vous proposons plusieurs mesures visant à mieux encadrer les frais et la rémunération des intermédiaires.

Nous recommandons ainsi d'interdire les commissions de mouvement, c'est-à-dire les commissions perçues, en plus des frais de transaction, lors d'opérations d'achat ou de vente. Cette pratique correspond à une double charge pour les épargnants, et peut inciter les gestionnaires à « faire tourner » les portefeuilles, sans intérêt économique.

Il nous paraît aussi souhaitable de renforcer l'encadrement des commissions de surperformance, ces frais correspondant à une part variable des frais de gestion lorsque le fonds dépasse un indice ou un seuil déterminé. Si cette rémunération peut inciter la société de gestion à optimiser sa gestion du fonds, elle ne doit pas être pratiquée abusivement, *a fortiori* si le fonds a affiché des sous-performances les années précédentes. Par conséquent, il nous semble nécessaire de garantir l'application des recommandations de l'ESMA, à savoir que la commission de surperformance ne doit être exigible que si les sous-performances constatées au cours des cinq dernières années ont été compensées.

Les auditions ont fait état de divergences réglementaires importantes entre le secteur assurantiel et les intermédiaires financiers. Or ces divergences encouragent une concurrence réglementaire entre les produits, sans lien avec la performance servie à l'épargnant. Dans cette perspective, nous recommandons d'aligner les règles applicables aux

intermédiaires financiers aux assureurs en ce qui concerne la conservation des rétrocessions pour le conseil non indépendant. De plus, nous recommandons de préciser le cadre législatif du mandat d'arbitrage en assurance vie, les sociétés de gestion de portefeuille étant aujourd'hui soumises par l'AMF à des règles plus strictes que les assureurs, en l'absence d'un cadre législatif dédié.

M. Jean-François Husson, rapporteur. – Notre deuxième axe vise à permettre à l'épargnant de faire un choix plus éclairé.

En effet, si l'information de l'épargnant n'a jamais été aussi étoffée et précise, les auditions ont souligné que ce « millefeuille » d'informations pouvait être contre-productif. Notre objectif principal est d'orienter les épargnants vers les produits qui sont les plus avantageux pour eux, ce qui implique qu'ils disposent d'informations claires sur l'ensemble de la gamme de produits qu'ils peuvent souscrire.

Dans cette perspective, nous souhaitons rendre obligatoire le référencement de produits indiciels à bas coûts dans tous les produits d'épargne fiscalement avantageux. Ces produits, basés sur la gestion passive, ne sont pas assez souvent proposés aux épargnants. Une visibilité accrue de ceux-ci permettrait d'encourager une saine concurrence avec les produits basés sur la gestion active.

En outre, le coût complet de l'assurance vie reste difficile à déterminer pour l'épargnant, en raison des différentes « couches » de frais qui caractérisent ce produit. Il serait souhaitable que l'ACPR propose, à échéance régulière, un comparateur public des frais moyens d'assurance vie.

Notre troisième axe consiste à développer et à adapter les produits existants aux nouvelles contraintes du marché de l'épargne. Le marché de l'épargne est concentré autour de quelques produits phares, qu'il nous semble possible d'améliorer afin de servir une meilleure performance aux épargnants.

Premièrement, s'agissant du plan d'épargne en actions (PEA), nous nous sommes interrogés sur la limite géographique actuellement en vigueur. Seules les actions cotées de l'Union européenne sont en effet aujourd'hui éligibles. Or l'avantage fiscal attaché au PEA se justifie pleinement par la volonté d'orienter l'épargne des Français vers le financement de l'économie nationale ou européenne. Nous avons donc écarté la suppression de cette limitation. En revanche, il nous semble important d'apporter des améliorations en cas d'acquisition d'une action inéligible. Ainsi, il conviendrait d'imposer aux banques de bloquer immédiatement l'achat par leurs clients d'actions inéligibles, et, en cas de litige ou de défaut d'information de l'épargnant, de prévoir un dédommagement partiel de celui-ci.

Deuxièmement, il nous semble indispensable d'augmenter la taille des fonds fiscaux, ceux qui permettent d'investir dans des sociétés non cotées en bénéficiant d'un avantage fiscal. Cela permettra de réaliser des économies d'échelle, qui se répercuteraient nécessairement sur le niveau de frais facturés aux épargnants.

Troisièmement, l'évolution du modèle de l'assurance vie est désormais une évidence, dans un contexte de baisse du rendement des fonds euro depuis plusieurs années.

Dans cette perspective, la question de la transférabilité ne peut plus être évitée. S'il est vrai que la loi « Pacte », dont j'ai été corapporteur pour ce sujet notamment, a élargi les possibilités de transférer son contrat en conservant l'antériorité fiscale, cette évolution n'a constitué qu'un tiède compromis par rapport aux dispositions qu'avait adoptées le Sénat en première lecture, à l'initiative de notre collègue Christine Lavarde. En effet, la transférabilité n'est aujourd'hui possible qu'au sein d'une même compagnie d'assurance, alors que nous avons proposé une transférabilité totale au bout de huit ans.

À l'époque, on nous avait répondu qu'un tel dispositif était de nature à compromettre la stabilité du secteur et le financement de long terme de l'économie. En effet, la perspective d'une fuite importante des contrats inciterait l'assureur à investir sur des obligations à duration moins longue, moins rémunératrice pour l'épargnant, contrairement aux produits de fonds propres des entreprises. En outre, un principe de transférabilité totale paraissait opposé à la logique des avantages fiscaux attachés à l'assurance vie, ceux-ci étant justifiés par le fait de maintenir son épargne « bloquée » sur une longue période... Cet argument est d'ailleurs assez contestable, dans la mesure où les rachats avant huit ans sont possibles.

En tout état de cause, nos travaux nous ont convaincus que la transférabilité totale entre assureurs était nécessaire afin d'accroître la concurrence entre les acteurs, et pour permettre aux épargnants de migrer vers des contrats plus performants, sans être « captifs » d'un cadre fiscal avantageux.

Pour ce faire, nous vous proposons deux recommandations. D'une part, nous suggérons de clarifier dans la loi les modalités de transfert au sein d'un même assureur afin de permettre d'aller vers une automaticité des demandes des épargnants. En effet, aujourd'hui, les assureurs semblent appliquer chacun leur politique d'acceptation des transferts, même si un engagement de place a récemment été pris pour remédier à la difficulté. D'autre part, nous souhaitons proposer à nouveau la transférabilité totale entre assureurs, sous réserve que le contrat ait été souscrit depuis plus de huit ans. Un plafond annuel de transfert pourrait également être prévu afin d'éviter des migrations massives, avec des rachats en catastrophe, et de sécuriser le secteur. Ces deux « garde-fous » nous semblent constituer un

bon compromis avec le secteur, qui peine encore parfois à s'ouvrir à la concurrence.

Enfin, s'agissant du plan d'épargne retraite (PER), sa simplification par la loi « Pacte » lui a permis de rencontrer un franc succès. Fin 2020, l'encours total des PER représente 270 milliards d'euros, soit 12 % de plus qu'en 2019, et, pour la première fois, les épargnants considèrent que le PER constitue le meilleur placement pour la retraite, avant l'assurance vie. Ces évolutions nous semblent aller dans le bon sens, en particulier dans un contexte marqué par un avenir compromis pour les fonds euros.

Dans cette optique, nous proposons d'encourager la migration de l'assurance vie vers les PER en prorogeant au-delà du 1^{er} janvier 2023 le bénéfice de l'incitation fiscale mise en place par la loi « Pacte ».

En outre, si le marché des PER est en pleine croissance, celui-ci n'est pas assez concurrentiel. En effet, il se caractérise par une prépondérance des PER souscrits sous forme de contrats d'assurance vie, alors que la loi « Pacte » a justement prévu qu'ils puissent prendre la forme d'un compte-titres, dans l'objectif d'ouvrir le marché aux sociétés de gestion et d'accroître ainsi la concurrence.

Si l'importance de ce produit d'épargne doit croître dans le financement de la retraite, il est nécessaire de s'assurer qu'un produit performant et peu onéreux soit également disponible pour tous les épargnants. En effet, bien trop souvent, les avantages fiscaux à l'entrée du PER sont à l'origine d'une « cécité fiscale » des épargnants, qui sont moins regardants sur le niveau de frais. Ainsi, nous proposons le déploiement d'un PER dont le fonctionnement reposerait uniquement sur des fonds indiciels et la gestion passive, afin de limiter les frais et de garantir une performance satisfaisante à l'épargnant. Sur le modèle du « NEST » britannique, qui correspond à un fonds de pension public, ce produit pourrait être géré par une entité publique, telle que, par exemple, la Caisse des dépôts et consignations. Un tel produit agirait sur le marché comme un « révélateur » de la performance accessible à peu de frais, et stimulerait la concurrence.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur. – Le quatrième axe consiste à accentuer le contrôle des acteurs du marché de l'épargne, notamment des cagnottes en ligne. Celles-ci sont en plein « boom », avec une collecte multipliée par quatre en cinq ans, à 630 millions d'euros en 2020. Les cagnottes en ligne représentent un vrai risque au regard des pratiques de blanchiment et de financement du terrorisme. Nous proposons ainsi une obligation annuelle de « reporting » auprès de l'ACPR de la part de l'ensemble des acteurs du financement participatif.

En outre, il serait opportun de confier à l'Organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance (Orias) le contrôle de l'honorabilité des dirigeants et des salariés immatriculés auprès de ce registre. À l'heure actuelle, l'Orias exerce seulement un contrôle sur les

dirigeants, grâce à un accès direct au casier judiciaire national. Le contrôle des salariés relève quant à lui de l'employeur et s'exerce sur le fondement d'une attestation sur l'honneur ou d'une copie d'un extrait de casier judiciaire. Or il est aisé de se procurer un faux extrait de casier judiciaire sur internet. Il serait dès lors préférable qu'un « tuyau » direct permette de contrôler les salariés de façon automatisée, ce qui éviterait d'ailleurs des charges supplémentaires. Il s'agit là de reprendre un apport de notre commission lors de l'examen de la proposition de loi sur la réforme du courtage en début d'année qui n'avait pas été retenu par la commission mixte paritaire.

Ensuite, s'agissant des conseillers en investissements financiers (CIF), ils font l'objet d'une corégulation *via* un système d'adhésion obligatoire à des associations professionnelles agréées par l'AMF, qui contrôlent elles-mêmes leurs adhérents. Ces associations devraient être soumises à un contrôle régulier, d'autant que l'AMF transmet désormais des signalements aux associations, en fonction des risques identifiés sur les CIF.

Enfin, nous proposons d'étendre le champ d'intervention de l'AMF au contrôle des investissements défiscalisés dans le logement locatif, notamment en matière de publicité. Nous avons tous à l'esprit le succès du « dispositif Pinel » : s'il encourage l'investissement immobilier en promettant des rendements garantis, il n'est pas sans risque pour les épargnants, lesquels peuvent être soumis à redressement fiscal alors qu'ils ont souscrit de bonne foi à des produits défiscalisés. Ces publicités ne sont pas toutes contrôlées. Les scandales sont malheureusement nombreux et des épargnants se trouvent ainsi ruinés.

Les Français n'aiment guère payer trop d'impôts et, quelquefois, la « carotte » fiscale est telle que les épargnants en oublient le rendement de leurs produits. Par le passé, j'ai été conduit à prescrire l'interdiction de publicités mirifiques pour des produits extrêmement risqués et sujets à escroqueries. Bref, il est indispensable que l'AMF puisse, en s'appuyant sur son expertise, contrôler les publicités pour ces produits atypiques.

L'épargne des Français est abondante. Les rendements sont faibles alors que l'inflation remonte. Mieux rémunérer l'épargne des Français, telle est l'ambition de ce rapport.

M. Roger Karoutchi. – En résumé, heureusement que les Français sont épargnants parce qu'ils ont peur, parce qu'ils ne sont sinon ni rémunérés ni reconnus. Entre la force des taxes et les frais de gestion, je me demande ce que l'on gagne à épargner aujourd'hui...

L'opinion publique - j'en fais partie - est captive. Les Français ne sont pas spécialistes des produits de placement. Ils épargnent donc sur les produits les plus reconnus, qui ne rapportent rien ou pas grand-chose ; ils sont assommés de taxes et de frais de gestion. Quand valorisera-t-on enfin l'épargne des Français ?

Bercy prépare un texte sur les droits de succession, en vertu duquel les bénéficiaires de contrats d'assurance vie verraient leurs avantages progressivement supprimés. Quand il ne restera plus aucun avantage, soit les Français dépenseront pour consommer – c'est d'ailleurs peut-être l'objectif visé –, soit ils se tourneront vers la pierre ou d'autres placements plus concrets.

Avez-vous des informations sur cette réforme de l'assurance vie, qui vise à supprimer les avantages en matière de droits de succession ? Ne faudrait-il pas aller au-delà des simples éléments techniques de transférabilité, pour enfin valoriser l'épargne des Français ?

M. Vincent Delahaye. – Rediriger l'épargne vers l'économie est un enjeu majeur, d'autant que cette épargne est particulièrement importante. Plus l'épargne est risquée, plus elle peut rapporter – ou coûter. En contrepartie des garanties sur l'argent épargné, la rémunération est moindre ; faire croire aux gens qu'ils peuvent épargner sans aucun risque et bénéficier d'une rémunération intéressante revient à les berner complètement.

Étant partisan de la liberté et de la responsabilité, je ne suis pas très favorable à l'encadrement. En revanche, il est effectivement essentiel de renforcer l'information et la transparence : l'épargnant doit pouvoir comparer les produits et faire son choix. En outre, je soutiens l'idée d'une facilitation des transferts : il faut éviter les produits captifs.

J'insiste, privilégions la responsabilité de l'épargnant. D'ailleurs, l'épargnant « de base » n'attend pas forcément un gain extraordinaire ; il veut seulement être assuré de pouvoir récupérer son argent en cas de difficulté.

M. Vincent Segouin. – Je rejoins les propos de mes collègues. Il y a quelques années, le taux de rémunération des contrats d'assurance vie pouvait atteindre 7 %, quand l'inflation était de l'ordre de 8 ou 9 %, ce qui impliquait une perte du pouvoir d'achat. Aujourd'hui, le taux est de 0,80 % une fois la totalité des frais prélevée.

En réalité, ce sont les prélèvements de l'État qui pèsent le plus. La contribution sociale généralisée (CSG) et la contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS) ne cessent d'augmenter. Or votre rapport n'en parle pas. Avec un taux établi à 0,80 % et une inflation de 0 %, les Français gagnent aujourd'hui à épargner.

Vous recommandez de réglementer les intermédiaires. Cela me gêne particulièrement. Comme toujours, on considère que l'épargnant est crédule, qu'il est victime. En conséquence, on privilégie une protection de l'épargne au lieu de valoriser le travail et sa rémunération.

Si le PER fonctionne mieux que l'assurance vie, c'est parce que les versements à l'entrée sont déductibles fiscalement et socialement. Au terme, l'épargnant récupère un capital, ce qui était impossible par le passé. Le problème, c'est le prélèvement fiscal. Nos rapports devraient y accorder plus d'attention.

Si les avantages en matière d'abattements sur les droits de succession étaient supprimés, l'assurance vie n'aurait plus lieu d'être. N'oublions pas que 25 % de la dette de l'État est supportée par l'assurance vie. Sans cette dernière, comment l'État pourrait-il assurer sa crédibilité ?

M. Michel Canévet. – L'épargne est un sujet essentiel dans notre pays ; on ne cesse de rappeler combien elle est significative. Il serait temps de la réorienter davantage vers les entreprises et les fonds propres.

Je ne suis pas tout à fait d'accord avec mon collègue Vincent Segouin : la fiscalité est plutôt claire et peu confiscatoire, grâce au prélèvement forfaitaire unique (PFU) notamment. Il faut bien que l'État constitue ses ressources ! On ne peut pas constamment imposer de réduire les prélèvements obligatoires et mener des actions tous azimuts. Reste que les prélèvements doivent demeurer raisonnables.

Les banques imposent des frais assez élevés, mais leur situation n'est pas si mauvaise. Les recommandations en faveur de la transparence me paraissent donc positives.

En ce qui concerne le PER, quelles actions pourrait-on mettre en œuvre, au-delà du « NEST », de manière à orienter l'épargne vers l'investissement des entreprises ? Le PER rencontre un succès relatif ; il se développe petit à petit, grâce aux incitations. Si l'on considère que le PER constitue à l'avenir une perspective d'investissement pour les épargnants, autant l'orienter vers les entreprises.

L'épargne accumulée pendant la crise est estimée à un peu plus de 150 milliards d'euros. Comment l'orienter de façon efficiente ? Des initiatives complémentaires en ce sens sont-elles envisagées ?

Mme Vanina Paoli-Gagin. – Je vous remercie, messieurs les rapporteurs, pour ces travaux fort intéressants. Mes chers collègues, vous appelez de vos vœux la réorientation de l'excès d'épargne constitué pendant la pandémie vers l'économie. Dois-je vous rappeler que j'avais déposé une proposition de loi en ce sens il n'y a pas très longtemps ? J'espère que cette idée fait son chemin et que nous parviendrons à surmonter les obstacles.

Par la recommandation n° 9, vous suggérez de rehausser la taille des fonds fiscaux, qui permettent d'investir dans des entreprises non cotées. Cela signifie-t-il aussi réévaluer le ticket moyen à l'entrée pour souscrire une part de fonds ? Je vois mal comment cela pourra être réalisé : le montant investi par un souscripteur est en baisse constante. Vouloir constituer d'importants fonds est une bonne chose. Mais, plus les fonds sont gros, plus il est difficile

de sortir des taux de rentabilité interne (TRI). Bref, votre recommandation vise-t-elle la taille du fonds ou le montant même de la souscription ?

M. Claude Raynal, président. - La définition des épargnants pose question. De quoi parle-t-on ? Combien de personnes sont-elles concernées ? Il convient de distinguer l'épargne de précaution et le placement proprement dit, réalisé dans une perspective de rentabilité. Il nous faudrait dresser une typologie des épargnants.

Vous avez évoqué à de multiples reprises le prétendu succès du PER. Certes, il y a eu un appel d'air, mais les frais sont tellement élevés que l'État lui-même semble avoir mis en cause le succès de ce produit. Le PER devrait être moins « chargé » pour que son efficacité globale soit améliorée.

M. Vincent Capo-Canellas. - Je rejoins les propos du président Raynal au sujet du PER. Certes, ce produit jouit d'un certain succès, mais il constitue aussi une déconvenue, compte tenu des frais qui affectent sa rentabilité.

Vous recommandez d'interdire les commissions de mouvement. Qu'en est-il également des frais d'arbitrage, par exemple quand un épargnant veut passer d'une gestion prudente de son PER assurantiel à une gestion plus dynamique ? Entendez-vous les réduire eux-aussi ?

L'avantage fiscal du PER, que vous proposez de proroger au-delà du 1^{er} janvier 2023, était au départ conçu comme une incitation temporaire. Je ne suis pas certain que beaucoup de personnes aient conscience que l'avantage va s'arrêter aussi vite. Qu'en pensez-vous ?

M. Christian Klinger. - Les banques en ligne se développent progressivement. Bien qu'elles proposent des commissions moindres, elles ne fournissent aucun conseil. Que pensez-vous du développement de la *fintech*, qui capte de plus en plus de flux financiers et propose des produits virtuels, tels que les bitcoins et des fonds non diversifiés sur des actions ? Cette tendance est-elle, selon vous, en augmentation ?

M. Patrice Joly. - Doit-on conclure définitivement que le rendement net de la gestion passive est supérieur à celui de la gestion active ? Votre rapport cible l'échelle européenne ; au regard des frais que l'on constate en France, l'écart est encore plus net. Cela semble surprenant, voire scandaleux.

M. Thierry Cozic. - L'épargne ressemble à une sorte de jungle qui compte énormément de dispositifs. N'y aurait-il pas une volonté du monde de la finance de contourner les recommandations et de créer davantage d'entraves pour l'accès à l'épargne ?

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur. - La question de notre collègue Patrice Joly est très éclairante. La gestion indicielle, qui se contente de suivre l'indice, sans stratégie sur les actifs, offre une performance supérieure à la gestion pilotée d'un portefeuille. En pratique, il est très

difficile de battre l'indice à long-terme. Cela explique le succès des produits uniquement indiciaires aux États-Unis.

Tout travail mérite salaire ; il est bien sûr tout à fait normal qu'un intermédiaire financier soit rémunéré. Cependant, en France, la rémunération pèse sur le rendement et certaines formes de rémunération sont très contestables. Rémunérer le conseil ne fait pas partie de la culture française. C'est pourquoi nous n'avons pas proposé de prohiber les rétrocessions de commissions, contrairement au Royaume-Uni et aux Pays-Bas.

Les intermédiaires perçoivent une rémunération au titre des commissions de mouvement. Ce n'est pas forcément très sain, car ils vont chercher à multiplier les opérations d'achat et de vente de façon à consolider leur rémunération. Aussi, les commissions de mouvement peuvent être contreproductives et peser sur le rendement.

Quant aux frais, ils doivent être mieux encadrés. Les pays qui ont choisi d'interdire les commissions ont leurs raisons. La transparence a ses limites en ce qui concerne les commissions de mouvement : dans certains cas, il est préférable de privilégier un encadrement réglementaire et législatif.

M. Jean-François Husson, rapporteur. – L'épargne des Français est multiple. Certains placements d'épargne sont peu liquides, par exemple en matière immobilière. D'autres au contraire sont hyperliquides, comme les comptes courants : leur solde bénéficiaire est très important, sans aucune perspective de rémunération. C'est un phénomène que l'on observe depuis quelques années et qui s'est renforcé. Peut-être les Français ne trouvent-ils pas assez d'intérêt à certains produits d'épargne ? Ce qui me frappe, c'est le déni et l'absence de réponse des acteurs, notamment de la part du marché de l'assurance.

Nous avons tenté d'identifier précisément les épargnants. Cependant, nous n'avons pas de données claires et consolidées sur le recours aux divers produits d'épargne selon les profils d'épargnants, je regrette cette opacité.

Souvent, les bénéfices immédiats d'avantages fiscaux l'emportent sur la volonté de gagner en rentabilité année après année. C'est un fait dont nous ne saurions nous contenter, d'autant que, dans le même temps, les Français souhaitent accroître la rémunération de leur épargne.

Je ne suis pas non plus un adepte de la surréglementation, monsieur Delahaye. Mais il faut oser stimuler la concurrence – ce ne peut être que profitable ! Si l'on ne fait pas bouger les choses, l'épargnant aura une rémunération moindre, alors qu'il faut aussi renforcer sa confiance. L'assurance vie demeure par ailleurs très dynamique : nous avons certes constaté une décollecte sur les contrats d'assurance vie en 2020. Cependant, une collecte de plus de 10 milliards d'euros sur les huit premiers mois de l'année 2021 a ensuite été réalisée.

Il faut aussi se préoccuper des PER sous forme de comptes-titres, car ils présentent une possibilité de rémunération plus forte. Au sein de l'assurance vie, les unités de compte connaissent par ailleurs un fort développement et représentent 38 % de la collecte au cours des derniers mois.

En matière de fiscalité, une visibilité à long terme est nécessaire, de même qu'un respect de l'engagement initial. Il y a quelques années, des contrats offraient la faculté de récupérer un capital ou une rente, avec des frais, certes, mais aussi avec des avantages fiscaux et des taux garantis pouvant aller jusqu'à 4,5 %. L'État doit être attentif à ne pas changer les règles trop souvent : de nouvelles dispositions plus avantageuses risquent d'entraîner une décollecte ; des dispositions moins avantageuses risquent de rendre l'épargnant prisonnier de l'engagement qu'il a tenu.

Monsieur Karoutchi, les Français ont intérêt à réaliser des placements d'épargne qui financent l'économie.

M. Roger Karoutchi. – Cela va-t-il perdurer ?

M. Jean-François Husson, rapporteur. – C'est trop tôt pour le savoir, nous ne disposons pas encore d'informations sur cette réforme à venir. L'assurance vie est, comme le prix des carburants, un sujet sensible et révélateur du niveau de confiance des Français. Bousculer les choses avec excès risquerait de provoquer une vive opposition. Ceux qui épargnent moins en moyenne seront davantage affectés : pour eux, la parole de l'État doit être tenue. Quant à ceux qui ont plus de moyens, ils trouveront les conseils appropriés pour faire migrer leur épargne.

Nous continuerons d'avoir des débats sur la fiscalité avant le printemps 2022 et bien après. L'État devra probablement, de toute façon, trouver le moyen de constituer des recettes nouvelles, sous forme de taxes ou d'impôts – je ne crois pas aux recettes exceptionnelles.

M. Vincent Segouin. – C'est terrible !

M. Jean-François Husson, rapporteur. – Madame Paoli-Gagin, les fonds de plus petite taille sont plus pénalisants en moyenne, puisque les économies d'échelle y sont par définition moins importantes. Les opérateurs doivent rogner sur la masse de frais qui grèvent les produits. Sur le principe, les fonds de proximité sont une bonne idée, mais relèvent peut-être d'un phénomène de mode, avec l'idée de « circuits courts », y compris en matière d'épargne financière. Nous parlons bien par ailleurs dans notre recommandation de la taille globale du fonds, sans montant minimal par souscripteur.

Enfin, et nous insistons sur ce point, davantage de transparence et de conseil ne pourra que renforcer le choix des épargnants. Ainsi, Monsieur Cozic, même si je suis plutôt favorable aux idées libérales, je pense

qu'il faut un cadre, afin que les dispositifs soient réglementés et, si possible, justement réglementés, de manière à avoir de la stabilité et de la visibilité.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur. - L'épargne des Français est globalement abondante. Il s'agit non pas de sur-réglementer, mais d'encadrer et d'inciter à aller vers de nouveaux produits. À mon sens, avec le retour de l'inflation, cela va devenir de plus en plus essentiel.

La commission a autorisé la publication de la communication des rapporteurs sous la forme d'un rapport d'information.

LISTE DES PERSONNES ENTENDUES ET CONTRIBUTIONS

Auditions

Direction générale du Trésor

- M. Sébastien RASPILLER, chef du service du financement de l'économie.

Direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes (DGCCRF)

- Mme Virginie BEAUMEUNIER, directrice générale ;
- Mme Nadine MOUY, sous-directrice « services, réseaux et numérique » ;
- M. Aurélien HAUSER, chef du bureau « services financiers et professions réglementées ».

Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)

- M. Salvatore GNONI, chef d'équipe « protection des investisseurs et intermédiaires » ;
- M. Antonio BARATTELLI, chef d'équipe « gestion d'actifs » ;
- Mme Tania de RENZIS, conseillère senior en charge de l'analyse des risques dans le département « analyse des risques et économie ».

Autorité des marchés financiers (AMF)

- M. Robert OPHÈLE président ;
- Mme Laure TERTRAIS, conseillère parlementaire et législation.

Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

- M. Dominique LABOUREIX, secrétaire général ;
- M. Patrick MONTAGNER, premier secrétaire général adjoint ;
- Mme Véronique BENSARD-COHEN, conseillère parlementaire auprès du Gouverneur de la Banque de France.

Fédération française de l'assurance (FFA)

- M. Franck LE VALLOIS, directeur général ;
- M. Philippe BERNARDI, directeur du pôle « assurances de personnes » ;
- M. Christian PIEROTTI, directeur des affaires publiques et sociétales ;
- Mme Viviana MITRACHE, sous-directeur, responsable du département « affaires parlementaires » au pôle « affaires publiques » ;
- Mme Clémence HEEMS, chargée de mission « affaires parlementaires ».

Fédération bancaire française (FBF)

- Mme Maya ATIG, directrice générale ;
- M. Nicolas BODILIS-REGUER, directeur du département « relations institutionnelles France, stratégie, communication, adhérents ».

Association française de la gestion financière (AFG)

- M. Éric PINON, président ;
- Mme Mirela AGACHE-DURAND, vice-présidente ;
- M. Dominique de PRÉNEUF, directeur général ;
- Mme Laure DELAHOUSSE, directrice générale adjointe ;
- Mme Arabelle CONTE, directeur distribution et commercialisation.

France Invest

- M. Dominique GAILLARD, président ;
- M. Alexis DUPONT, directeur général ;
- Mme France VASSAUX, directrice générale adjointe ;
- M. Damien BRISEMONTIER, chargé d'affaires institutionnelles.

Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite (FAIDER)

- M. Jean BERTHON, vice-président.

France FinTech

- M. Alain CLOT, président ;
- M. Olivier GOY, vice-président et trésorier ;
- M. Benjamin PEDRINI, membre du bureau.

Économistes

- Mme Linh TRAN-DIEU, économiste et maître de conférences à l'Université Claude Bernard de Lyon 1 ;
- M. David THESMAR, économiste et professeur de finance au Massachusetts Institute of Technology et co-auteur du rapport du Conseil d'analyse économique « *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers* ».

Table ronde des associations professionnelles agréées de conseillers en investissements financiers

- M. Didier KLING, président de la Chambre nationale des conseils experts financiers (CNCEF) ;
- Mme Elizabeth DECAUDIN, déléguée générale du groupe CNCEF ;
- M. Stéphane FANTUZ, président de la Chambre nationale des conseillers en investissements financiers (CNCIF) ;
- M. Philippe FEUILLE, président de la Compagnie des conseillers en gestion du patrimoine (CGP) ;
- Mme Patricia PIETRIGA, déléguée générale de la Compagnie des CGP ;
- M. David CHARLET, président de l'Association nationale des conseils financiers (ANACOFI) ;
- M. Julien SÉRAQUI, président de la Chambre nationale des conseils en gestion du patrimoine (CNCGP) ;
- M. Nicolas DUCROS, délégué général de la CNCGP.

Autres

- M. Philippe MAUPAS, consultant (Alpha Beta Consulting) et blogueur (Alpha Beta Blog) ;
- M. Mourtaza ASAD-SYED, co-fondateur et ancien président-directeur général de YOMONI ;
- MM. Yves PERRIER, alors directeur général et désormais président du du Conseil d'administration d'AMUNDI et Quentin ALBERT, en charge des relations clients institutionnels.

Contributions

- UFC-Que choisir ;
- Associations des CIF (en complément de l'audit) ;
- Association française de la gestion financière.