

La contribution
des actifs de long terme
réglementés
par la puissance
publique au financement
des PME et ETI françaises

FÉVRIER 2014

Laurent **VACHEY**
Charles **TROTTMANN**

IGF

INSPECTION GÉNÉRALE DES FINANCES




MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
ET DES FINANCES

IGF
INSPECTION GÉNÉRALE DES FINANCES

RAPPORT

N° 2013-M-106-02

La contribution des actifs de long terme réglementés par la puissance publique au financement des PME et ETI françaises

Établi par

LAURENT VACHEY
Inspecteur général des finances

CHARLES TROTTMANN
Inspecteur des finances

Avec le concours de
TRISTAN LE GUEN
Assistant de vérification

- FÉVRIER 2014 -

SYNTHÈSE

Par lettre en date du 19 septembre 2013, le ministre de l'Économie et des Finances a chargé l'Inspection Générale des Finances d'une mission d'analyse et de conseil portant sur l'amélioration de la contribution des avoirs financiers détenus par certaines entités faisant l'objet de règles prudentielles pour l'allocation de leurs actifs, au financement de long terme des entreprises françaises, en particulier des petites et moyennes entreprises, dont on s'accorde à considérer que le développement conditionne significativement la croissance de l'économie française et de l'emploi.

Pour fixer les enjeux, un rappel du contexte actuel du financement des PME et ETI françaises est nécessaire (1), avant d'envisager, au regard de leurs contraintes juridiques et de gestion de passif, les possibilités d'une mobilisation accrue des actifs dont l'examen a été demandé à la mission (2). Il est alors possible d'examiner les différents scénarios envisageables visant à accroître l'orientation de ces actifs vers les besoins de financement de long terme des PME/ETI (3).

1. Le contexte et les enjeux du financement des PME et ETI en France

1.1. La situation financière des PME et des ETI françaises, qui a bien résisté à la crise, est cependant peu favorable à leur croissance

Globalement, la situation financière des PME et ETI françaises s'est renforcée ces dernières années et a bien résisté à la crise de 2008-2009 : contrairement aux grandes entreprises, elles ont malgré le contexte économique poursuivi la consolidation de leur haut de bilan sur l'ensemble de la décennie.

Mais l'érosion de la rentabilité amène à nuancer ce premier constat : après s'être maintenue autour de 11 % entre 1996 et 2007, la rentabilité économique brute des PME a chuté à 8,7 % en 2009. Le taux d'investissement des PME, et plus encore des ETI, s'est réduit en 2009 et tend depuis, en dépit d'une légère amélioration en 2011, à se stabiliser autour de 18 % pour les PME et de 25 % pour les ETI.

Comme dans les autres pays de la zone euro, l'intermédiation bancaire reste en France le principal vecteur de financement des PME/ETI. Malgré l'ampleur de la récession, le montant total des encours de crédits n'a que légèrement reculé fin 2009 et a repris sa croissance dès 2010 pour retrouver en 2011 son niveau d'avant crise.

Le capital-investissement, qui a joué un rôle significatif au cours de la dernière décennie dans le financement de l'innovation et de la croissance des PME et ETI, semble aujourd'hui avoir plus de difficulté à mobiliser des financements : si, sur la période 2005-2008, les levées étaient en moyenne de 10,5 Md€ par an, ce montant ne s'élevait plus qu'à 3,7 Md€ en 2009 et restait toujours, en 2012, deux fois inférieur (5 Md€) à son niveau d'avant la crise.

En dépit de plusieurs initiatives ces dernières années, le recours des PME et ETI aux financements externes non-bancaires (dette obligataire, émission d'actions) apparaît encore limité : à fin 2010, seules 574 PME et ETI étaient cotées sur les compartiments B et C d'Euronext et sur Alternext, pour une capitalisation totale n'excédant pas 5,8 % (83 Md€) de l'ensemble du marché boursier.

Si l'impact des règles prudentielles introduites par Bâle III apparaît pour l'instant difficilement quantifiable, la plupart des analystes anticipe néanmoins une dégradation des conditions et termes de l'octroi de crédit aux PME. L'accroissement des exigences de fonds propres ainsi que les nouvelles contraintes sur la liquidité et la transformation, risquent de rendre le crédit bancaire - surtout de moyen et long terme - plus difficile et plus coûteux à financer. Symétriquement, la directive Solvabilité II devrait inciter les assureurs à raccourcir l'horizon de détention de leurs actifs, en faveur de produits plus sûrs et plus liquides.

1.2. Plusieurs mesures ont été prises dans la période récente pour améliorer l'écosystème du développement des PME/ETI

Les conditions du financement des PME/ETI ne constituent pas le seul facteur de leur développement : c'est l'ensemble d'un « écosystème » qui doit le favoriser.

La loi de modernisation de l'économie a mis l'accent, depuis le 1^{er} janvier 2009, sur la réduction des délais de paiement. Les délais clients des entreprises non financières sont passés de 48 à 45 jours entre fin 2008 et fin 2010, et les délais fournisseurs de 57 à 55 jours. Ces délais seraient encore en réduction en 2011, mais l'observatoire des délais de paiement relève dans son rapport sur l'année 2012 une tendance à la dégradation.

Partant du constat de la faiblesse de la présence des PME/ETI sur les marchés financiers, le rapport Rameix-Giami de 2011¹ a préconisé plusieurs stratégies possibles pour la redynamiser. A ce stade, la voie retenue de création de la « bourse de l'entreprise » s'est concrétisée en 2013 avec la création d'Enternext, filiale de NYSE Euronext. Outre le nombre d'entreprises cotées, le nombre d'investisseurs et la profondeur du marché sont des enjeux importants : c'est la condition de valorisations attractives pour les introductions, et de la possibilité pour les investisseurs de pouvoir céder leurs participations en fonctions de leurs arbitrages et besoins de liquidités.

Enfin, l'environnement fiscal et social est aussi une condition de la compétitivité. Comparativement, les entreprises françaises sont pénalisées par l'importance des charges pesant sur le facteur travail, et le poids global de la fiscalité. Une étude de la Direction générale du Trésor relative à la taxation implicite des bénéfices des sociétés non financières bénéficiaires indique que, en simulant l'effet des mesures récentes sur les dernières données collectées, il s'élèverait à 26,2 % pour les grandes entreprises et 32,3 % pour les PME.

1.3. L'évaluation des besoins de financement de long terme des PME/ETI est incertaine

Deux essais de chiffrages sont possibles, l'un à partir de l'endettement financier des PME/ETI, l'autre ciblé sur le capital investissement.

Une étude de la Banque de France chiffre le besoin de fonds propres à partir du taux d'endettement, en supposant qu'il devrait être de 200 % au maximum. Le besoin en fonds propres ainsi calculé serait à fin 2010 de 30,1 milliards d'euros pour les entreprises non cotées (dont 24,8 pour les PME/ETI) et de 2,7 milliards pour les entreprises cotées (dont 2 milliards pour les PME/ETI). Cette approche très globale est conditionnée par de multiples hypothèses, et peuvent difficilement être considérée comme traduisant un besoin de financement avéré.

Sur le segment du capital investissement on peut estimer que le besoin d'apports complémentaires annuels est de l'ordre de l'écart entre la moyenne collectée 2005-2008 (11 milliards d'euros) et le niveau constaté depuis 2009, soit environ 5 à 6 milliards d'euros.

¹ Rameix, G. et Giami, T., *Rapport sur le financement des PME/ETI par le marché financier*, novembre 2011.

Le flux annuel d'épargne brute de l'économie française étant en 2011 de l'ordre de 360 milliards d'euros et le besoin de financement des investissements de 410 milliards, l'ordre de grandeur des besoins des PME/ETI n'est pas de nature à perturber ces équilibres. Ce sont plutôt les lacunes qualitatives qui importent : ce sont sans doute les créneaux du capital-amorçage, des PME de taille petite et moyenne, du financement en dette de long terme, du financement des petites entreprises cotées et des entreprises en difficulté conjoncturelle qui souffrent le plus de manque de financements aujourd'hui.

2. Face à des contraintes de passif diverses, les organismes étudiés ont constitué un portefeuille d'actifs qui contribue de manière très limitée au financement des PME et ETI françaises

Le périmètre des organismes qu'il a été demandé à la mission d'examiner ne couvre qu'une partie de ceux qui disposent d'actifs susceptibles de contribuer au financement de long terme des entreprises françaises : les trois régimes de retraite complémentaire étudiés (AGIRC-ARRCO, IRCANTEC, ERAFP) représentent au 31 décembre 2012 66 % des réserves et provisions (soit 69 Mds€) des organismes de retraite complémentaire ; parmi les organismes de retraite supplémentaire, la PREFON avec 11,4 Mds€ de provisions pèse 8 % ; le fonds de réserve pour les retraites (FRR) dispose de réserves de 36,6 Mds€ ; les plans d'épargne entreprise (PEE) et les plans d'épargne pour la retraite collective (PERCO) examinés, avec 88,6 Mds €, ne représentent que 3 % de l'épargne financière longue des ménages. Les actifs dédiés d'EDF et AREVA (23,4 Mds€) constituent 70 % de ceux des entreprises du secteur nucléaire tenues de constituer des provisions en vue des coûts de fin de cycle de leurs installations. Ces situations sont cependant suffisamment diversifiées pour que le raisonnement retenu puisse être étendu, *mutatis mutandis*, aux autres cas d'espèces.

Au total, la mission a donc étudié un portefeuille d'actifs d'une valeur de 226,5 Mds€ à fin 2012.

2.1. Les organismes étudiés font face à des contraintes de passifs variées, tant par leur nature que par leur horizon de réalisation

Certains ont des horizons d'investissement théoriquement finis, d'une durée cependant variable. C'est notamment le cas pour le FRR, dont l'extinction est prévue en 2024, ainsi que pour les régimes de retraite par répartition et les exploitants des installations nucléaires de base, dont la durée du passif varie toutefois fortement. D'autres ont des horizons d'investissement théoriquement infinis : c'est le cas des régimes de retraite par capitalisation (ERAFP et Préfon) et de l'épargne salariale.

La contrainte de liquidité à laquelle doivent faire face les différents acteurs étudiés varie également : elle est forte pour l'AGIRC-ARRCO et les plans d'épargne entreprise, moyenne pour le FRR, modérée pour les PERCO et les gestionnaires d'installations nucléaires, et faible pour l'ERAFP et la PREFON.

L'objectif de rendement des différents acteurs dépend également fortement de la nature de leur passif.

Enfin, le cas de l'épargne salariale est particulier dans la mesure où l'allocation des actifs ne résulte pas d'une analyse globale et centralisée d'adéquation entre actif et passif mais de décisions individuelles, sans contrainte directe de rendement qui dépend du profil de risque des fonds dans lesquels le salarié choisit d'investir ses actifs.

2.2. Les actifs des organismes étudiés contribuent de manière significative au financement de long terme des entreprises françaises, mais la part qui se dirige vers les PME et les ETI est faible

Les organismes étudiés consacrent, en moyenne mais avec une forte hétérogénéité, une part significative aux produits contribuant au financement de long terme des entreprises. Ils détiennent ainsi à fin 2012 28,65 % d'actions et 18,70 % d'obligations d'entreprises (toutes nationalités confondues). Le capital-investissement représente en revanche une part faible du portefeuille de ces organismes (0,90 % en moyenne). Selon les éléments communiqués à la mission, leur contribution au financement de long terme des entreprises françaises s'élève à fin 2012 à 20 Md€, dont 9,6 Md€ en actions, 10,0 Md€ en obligations et 0,3 Md€ en capital-investissement, soit en moyenne 19,3 % de leurs actifs.

Leur contribution au financement de long terme des PME et ETI françaises représente une part très limitée. Au total, au 31 décembre 2012, les sept organismes étudiés (hors épargne salariale) détiennent 593 M€ d'actifs contribuant au financement des PME et ETI françaises (190 M€ d'actions, 83 M€ d'obligations et 320 M€ de capital investissement). La part contribuant au financement des PME et ETI françaises représente en moyenne 0,4 % de l'actif total des organismes, un seul d'entre eux n'en détenant aucun (l'IRCANTEC) et la PREFON y investissant elle jusqu'à 2,1 % de ses actifs.

Les investisseurs étudiés par la mission se caractérisent par une plus faible détention d'actifs alternatifs (capital-investissement, infrastructure, immobilier, matières premières...) que leurs homologues étrangers : 6 % seulement, alors que les fonds de pension en détiennent en moyenne 16 % selon l'OCDE.

2.3. Le développement des placements contribuant au financement des PME et ETI françaises est limité par des contraintes réglementaires, par des choix stratégiques et par des difficultés opérationnelles

Les organismes étudiés sont soumis à des réglementations prudentielles variées, qui peuvent résulter de textes réglementaires ou de règles internes. Elles peuvent limiter l'investissement dans les actifs contribuant au financement de long terme des PME et ETI : capital investissement, pour une part maximale de 5 à 10 % (sauf l'IRCANTEC qui ne peut en détenir) ; part des actions (avec souvent une restriction particulière pour celles cotées sur Alternext) ; part des obligations d'entreprises en pourcentage et en fonction de leur notation. Les décisions d'allocation d'actifs des organismes étudiés (à l'exception des gestionnaires d'épargne salariale) sont également encadrées par l'allocation stratégique d'actifs établie par leurs instances de gouvernance.

Au-delà des contraintes réglementaires et stratégiques, les classes d'actifs contribuant au financement des PME et ETI peuvent être difficiles d'accès pour certains investisseurs du fait de leur capacité d'expertise (souvent limitée par la taille des gestions) et du manque d'analyse externe.

2.4. Des marges de manœuvres existent pour que les organismes étudiés augmentent, dans des proportions variables, la part de leurs actifs qui contribuent au financement à long terme des PME et ETI françaises.

Certains des organismes étudiés ne pourront augmenter qu'à la marge leur contribution au financement des PME et ETI françaises : c'est le cas de l'AGIRC-ARRCO du fait de ses contraintes de passif, et de la PREFON du fait de son engagement déjà important.

Sans changer la réglementation prudentielle actuelle, plusieurs des organismes étudiés pourraient augmenter significativement la part de leurs actifs contribuant au financement des PME et ETI françaises : c'est grâce à l'évolution à l'été 2013 de leur cadre réglementaire le cas d'EDF et AREVA, (qui prévoient déjà d'accroître leur exposition en capital

investissement), et de l'IRCANTEC, qui pourrait assouplir sa stratégie d'allocation. Bien qu'elle présente maintenant de fortes contraintes de liquidité (qui gagneraient à être stabilisées), la structure du passif du FRR pourrait lui permettre également de redéployer une part modérée de ses actifs vers le financement des PME/ETI françaises.

La mission n'a pas pu disposer de données permettant d'évaluer la part actuellement allouée, au sein des fonds d'épargne salariale, aux titres contribuant en particulier au financement des PME et ETI françaises. Toutefois, il ressort des échanges avec les gestionnaires que cette part est aujourd'hui très réduite, voire inexistante, au sein des FCPE « diversifiés ». Ceci s'explique largement par la forte contrainte de liquidité qui s'exerce sur ces fonds et par la préférence des salariés pour la sécurité. Le développement des actifs contribuant au financement des PME/ETI pourrait toutefois s'envisager, de manière modérée, par une action de sensibilisation, et par des incitations sociales et fiscales différenciées privilégiant les placements longs des PERCO.

L'ERAFP pour sa part présente un horizon d'investissement particulièrement long qui lui permettrait de mobiliser une part significative de ses actifs vers le financement des PME et ETI françaises, et plus généralement de l'économie française (infrastructures notamment). La structure de son passif (fonctionnement par capitalisation, engagements de long terme et versements échelonnés) et son caractère excédentaire (contraintes de liquidité faibles jusqu'en 2028 et résultat net positif de 2 Md€ par an en moyenne sur les 10 prochaines années) lui offrent en effet la possibilité d'investir dans des actifs moins liquides et de durée de détention plus longue. En dépit de ces caractéristiques, l'ERAFP n'a pourtant consacré en 2012 que 0,02 % de son actif (soit 2,15 M€) au financement des PME/ETI françaises. Ce contraste entre la capacité d'investissement du régime et sa politique actuelle de placement découle de contraintes réglementaires inadéquates, qui s'exercent *in fine* au détriment des fonctionnaires cotisants, privés des rendements que permettrait une allocation stratégique mieux adaptée.

3. Plusieurs types de mesures pourraient permettre d'accroître l'orientation des actifs des organismes étudiés vers les besoins de financement de long terme des PME/ETI françaises

3.1. Créer un environnement juridique et des incitations favorables

Parmi les organismes étudiés, plusieurs disposent de marges de manœuvre significatives, sans qu'il soit besoin de modifier la réglementation prudentielle. C'est en particulier le cas de l'IRCANTEC, des exploitants nucléaires, du FRR, et, dans une moindre mesure, de l'ARRCO. Si la fixation par voie réglementaire d'une part minimale des actifs qui devrait être consacrée au financement des PME/ETI ne paraît pas souhaitable, il est possible de mobiliser leurs instances de gouvernance afin de les inciter à prendre en compte, dans leur stratégie d'allocation, les classes d'actifs contribuant à ce financement. Ceci pourrait se traduire dans un engagement collectif d'accroître la part de ces actifs, sur le modèle de la démarche conduite en 2004 avec les assureurs.

Pour ce qui est des réglementations prudentielles, l'ERAFP apparaît excessivement contraint dans son allocation d'actifs au vu de ses engagements de passif : l'obligation de détenir au moins 75 % d'actifs à revenus fixes (dont 65 % d'obligations et jusqu'à 10 % d'immobilier), paraît en effet totalement déconnectée de la nature de son passif, analogue à celui d'un fonds de pension à cotisations définies, avec une durée longue (16,4 ans), et des flux de dépense prévisibles. Une évolution des textes, demandée depuis plusieurs années par ses gestionnaires, a jusqu'ici été bloquée du fait des réserves de la direction de la sécurité sociale. La mission estime qu'il convient de modifier la réglementation prudentielle applicable à l'ERAFP, afin d'alléger les contraintes applicables à la détention d'actions et d'actifs alternatifs.

Si les fonds d'épargne salariale sont soumis à une forte contrainte de liquidité, en particulier en PEE, il pourrait être envisagé de développer la détention, au sein des FCPE diversifiés, d'une part modérée de titres contribuant au financement des PME/ETI. Le développement de ce type d'actifs pourrait passer par deux vecteurs : l'incitation des sociétés de gestion d'épargne salariale à inclure, au sein de certains fonds de leur gamme, une part modérée de titres contribuant au financement des PME/ETI, ou à créer des « fonds PME » ; et la sensibilisation des partenaires sociaux siégeant au sein du comité intersyndical de l'épargne salariale à l'intérêt de développer les « fonds PME ». L'allongement de la durée de détention de l'épargne salariale serait favorable à l'investissement dans des produits moins liquides, ce qui suppose de réduire les cas de déblocage anticipé des PEE et des PERCO, et d'envisager une modulation de l'avantage social et fiscal en fonction du support d'épargne salariale utilisé.

Au total, sans pour autant générer un effet d'éviction sensible au sein des portefeuilles des organismes concernés, le montant des actifs contribuant au financement des PME/ETI françaises pourrait être significativement accru.

Parmi les organismes étudiés, plusieurs ont pris au cours de l'année 2013 des décisions d'investissement conduisant déjà à augmenter la part de leurs actifs contribuant au financement des PME et ETI françaises : au total, ce sont environ 620 M€ qui pourraient être ainsi redéployés, ce qui conduira à doubler le montant de cette catégorie de leurs actifs (hors épargne salariale).

La mobilisation des instances de gouvernance et l'adaptation des règles prudentielles pourraient permettre par ailleurs de mobiliser des montants supplémentaires significatifs pour le financement des PME/ETI françaises : dans une hypothèse basse, 718 M€, (dont 62 M€ en actions, 316 M€ en obligations et 340 M€ en capital-investissement) ; et dans une hypothèse haute, 1,6 Md€, (dont 311 M€ en actions, 780 M€ en obligations et 519 M€ en capital-investissement).

3.2. Mutualiser la gestion d'une partie des organismes étudiés auprès de la Caisse des dépôts

La mutualisation des fonds des différents organismes étudiés, telle qu'elle était envisagée par le projet de création d'un « fonds de financement de l'économie française », pourrait en théorie prendre deux formes : une fusion au sein d'une entité de gestion responsable du pilotage de l'ensemble des passifs et de l'adossement des actifs avec ces passifs consolidés ; ou une mutualisation de la seule gestion technique des actifs.

La mission estime que la première solution doit être exclue, au vu des difficultés politiques, juridiques et techniques qu'elle implique.

La seconde solution doit être également exclue pour les exploitants nucléaires (car elle demanderait de remettre en cause le schéma de responsabilisation des exploitants retenu lors de la loi de 2006) et pour le champ de l'épargne salariale (car elle serait contradictoire avec le principe même de choix des supports d'investissements par les entreprises et les salariés).

Elle pourrait en revanche être utilement envisagée pour le champ de la retraite complémentaire. Les réserves et provisions des différents régimes sont aujourd'hui gérées de manière très éclatée. La dispersion des actifs entraîne un contrôle des risques souvent approximatif, notamment au sein des plus petites caisses, comme l'a montré le récent rapport de l'IGAS sur ce sujet. Une mutualisation permettrait de supprimer des redondances, de diminuer les coûts, d'élargir l'accès à certaines catégories d'actifs (notamment ceux qui contribuent au financement des PME et ETI) et d'améliorer les pratiques de gestion des risques. La Caisse des Dépôts apparaît comme l'institution la mieux à même d'assurer une gestion mutualisée de ces réserves, en raison de son statut public et spécifique, de sa longue expérience de gestionnaire pour compte de tiers et de la qualité de son infrastructure de gestion.

Parmi les organismes étudiés par la mission, trois sont déjà, à divers degrés, dans le périmètre de la Caisse des dépôts : le FRR et l'ERAFP, établissements publics indépendants qui disposent de leurs propres équipes de gestion, mais sont rattachés à la Caisse des dépôts pour leur gestion administrative, et l'IRCANTEC, dont les actifs sont directement gérés par la direction des retraites de la Caisse. La question de la mutualisation des compétences des équipes et de l'optimisation des moyens peut légitimement se poser.

Par ailleurs, la possibilité pourrait être offerte aux caisses de retraite qui gèrent de petits encours d'actifs, en particulier les caisses des professions libérales, de confier leurs actifs à la Caisse des dépôts dans le cadre d'une gestion pour compte de tiers (selon le modèle déjà en vigueur pour l'IRCANTEC). Dans le cadre de la réforme en cours d'élaboration par la direction de la sécurité sociale (DSS) avec l'appui de l'IGAS du cadre prudentiel applicable aux caisses de retraite complémentaires, outre des dispositions à caractère général (qui limiteraient ou interdiraient l'utilisation des produits les plus complexes ou les plus risqués), des dispositions particulières fixant les limites par types d'actifs pourraient dépendre de l'option choisie par l'organisme : en cas de délégation de la gestion à la Caisse des dépôts, une marge de manœuvre significative serait laissée au Conseil d'administration pour définir sa politique de gestion. A l'inverse, pour ceux qui choisiraient de conserver la gestion de leurs actifs, des règles d'encadrement strictes des types et montants d'actifs admissibles s'appliqueraient.

3.3. Utiliser l'expertise de Bpifrance pour aider certains organismes à accéder aux classes d'actifs permettant le financement des PME/ETI

L'accès aux classes d'actifs permettant le financement des PME et ETI peut représenter une difficulté pour les gestionnaires, dans la mesure où il nécessite des connaissances techniques spécifiques et d'être en mesure de négocier efficacement les frais de gestion afin de limiter les coûts d'intermédiation. Pour les organismes qui accèdent pour la première fois à ces classes d'actifs, ou qui ne disposent pas en interne d'équipes dédiées, il paraîtrait pertinent de recourir préférentiellement à un fonds de fonds, permettant de limiter le risque. L'expertise de Bpifrance pourrait être mobilisée en vue de la constitution d'un tel fonds.

Bpifrance pourrait ainsi proposer aux organismes qui souhaitent développer ou accroître leurs investissements dans les classes d'actifs permettant le financement de PME et ETI une prestation d'expertise rémunérée, consistant à aider à définir la politique d'investissement du fonds, sélectionner un gestionnaire privé, et négocier les frais de gestion.

SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	1
1. LES DIFFICULTÉS DE FINANCEMENT DES PME ET ETI EN FRANCE SONT LIÉES À UN ENSEMBLE DE FACTEURS, PARTIELLEMENT PRIS EN COMPTE PAR LES MESURES RÉCENTES VISANT À AMÉLIORER LEUR ÉCOSYSTÈME DE DÉVELOPPEMENT, SANS QU'IL SOIT TOUTEFOIS POSSIBLE DE QUANTIFIER PRÉCISÉMENT LE BESOIN DE FINANCEMENT QUI DEMEURE AUJOURD'HUI NON COUVERT.....	2
1.1. La situation financière des PME et des ETI françaises, qui a bien résisté à la crise, est cependant peu favorable à leur croissance.....	2
1.1.1. <i>La situation financière des PME et ETI, globalement satisfaisante, manifeste des fragilités.....</i>	<i>2</i>
1.1.2. <i>L'accès au crédit bancaire a été globalement préservé durant la crise.....</i>	<i>4</i>
1.1.3. <i>Le marché du capital-investissement fait face à un assèchement important de ses ressources.</i>	<i>5</i>
1.1.4. <i>Le recours aux marchés financiers reste encore marginal et n'est que rarement envisagé par les PME/ETI.....</i>	<i>7</i>
1.1.5. <i>Les nouvelles normes prudentielles de Bâle III et Solvabilité II risquent d'entraîner une contraction des financements à destination des PME et des ETI.....</i>	<i>8</i>
1.2. Plusieurs mesures ont été prises dans la période récente pour améliorer l'écosystème du développement des PME/ETI, qui présente encore des faiblesses importantes.....	10
1.2.1. <i>Le crédit interentreprises et les délais de paiement demeurent à un niveau élevé en France.....</i>	<i>10</i>
1.2.2. <i>Des initiatives récentes visent à améliorer l'accès aux marchés financiers pour les PME/ETI.....</i>	<i>12</i>
1.2.3. <i>Les cadres fiscaux et sociaux sont pénalisants pour les entreprises, en particulier pour les PME.....</i>	<i>14</i>
1.2.4. <i>Plusieurs mesures mises en œuvre dans la période récente visent à favoriser le financement de long terme des PME/ETI.....</i>	<i>15</i>
1.3. L'évaluation des besoins de financement de long terme des PME/ETI est incertaine.....	18
1.3.1. <i>Une approche est possible par le taux d'endettement financier.....</i>	<i>18</i>
1.3.2. <i>Une autre approche peut être réalisée à partir du capital investissement.....</i>	<i>20</i>
1.3.3. <i>Les montants en jeu sont difficiles à chiffrer précisément, mais ne créent pas de risque d'éviction des autres besoins de financement de l'économie.....</i>	<i>20</i>

2. FACE À DES CONTRAINTES DE PASSIF DIVERSES, LES ORGANISMES ÉTUDIÉS ONT CONSTITUÉ UN PORTEFEUILLE D'ACTIFS QUI CONTRIBUE AU FINANCEMENT DES PME ET ETI FRANÇAISES DE MANIÈRE TRÈS LIMITÉE, ALORS MÊME QUE LE CADRE RÉGLEMENTAIRE ET INSTITUTIONNEL DE LEUR ACTION PERMETTRAIT À CERTAINS D'ENTRE EUX DE DISPOSER EN LA MATIÈRE DE MARGES DE MANŒUVRE SIGNIFICATIVES.....	21
2.1. Pour faire face à des contraintes de passif diverses, les organismes étudiés constituent un portefeuille d'actifs qui contribue au financement des entreprises de manière plus limitée que d'autres organismes comparables.....	21
2.1.1. <i>Le périmètre de la mission ne couvre qu'une partie des acteurs publics ou régulés par la puissance publique qui disposent d'actifs placés à long terme</i>	<i>21</i>
2.1.2. <i>Les organismes étudiés font face à des contraintes de passif variées, tant par leur nature que par leur horizon de réalisation.....</i>	<i>23</i>
2.1.3. <i>Les actifs des organismes étudiés contribuent de manière significative au financement de long terme des entreprises françaises, mais la part qui se dirige vers les PME et les ETI est faible, tant en valeur absolue que par comparaison avec les organismes étrangers.....</i>	<i>26</i>
2.2. Le développement des placements contribuant au financement des PME et ETI françaises est limité à la fois par des contraintes réglementaires, par des choix stratégiques et par des difficultés opérationnelles.....	39
2.2.1. <i>Les réglementations prudentielles applicables aux organismes étudiés limitent la possibilité de détention d'actifs contribuant au financement des PME et ETI</i>	<i>39</i>
2.2.2. <i>L'allocation stratégique d'actifs des organismes étudiés ne prévoit pas toujours le recours aux produits permettant le financement des PME/ETI</i>	<i>43</i>
2.2.3. <i>L'investissement dans les PME et ETI nécessite une expertise qui peut être difficile à mobiliser pour les organismes étudiés.....</i>	<i>43</i>
2.3. Au total, il existe des marges de manœuvres pour que les organismes étudiés augmentent, dans de proportions variables, la part de leurs actifs qui contribuent au financement à long terme des PME et ETI françaises, sans dégrader leur capacité à honorer leurs engagements de passif.....	44
2.3.1. <i>Certains des organismes étudiés ne pourront augmenter qu'à la marge leur contribution au financement des PME et ETI françaises, du fait de leurs contraintes de passif et de la composition actuelle de leur actif</i>	<i>44</i>
2.3.2. <i>La réglementation prudentielle actuelle pourrait permettre à plusieurs des organismes étudiés d'augmenter significativement la part de leurs actifs contribuant au financement des PME et ETI françaises.....</i>	<i>46</i>
2.3.3. <i>La nature des engagements de passif de l'ERAFP pourrait lui permettre d'augmenter significativement la part de ses actifs finançant les PME et ETI françaises, sous réserve d'adapter la réglementation applicable</i>	<i>50</i>
3. PLUSIEURS TYPES DE MESURES POURRAIENT PERMETTRE D'ACCROÎTRE L'ORIENTATION DES ACTIFS DES ORGANISMES ÉTUDIÉS VERS LES BESOINS DE FINANCEMENT DE LONG TERME DES PME ET ETI FRANÇAISES.....	52
3.1. Créer un environnement juridique et des incitations favorables au développement des investissements dans les classes d'actifs permettant de financer à long terme les PME et ETI françaises	52
3.1.1. <i>Mobiliser les conseils d'administration des organismes afin de favoriser l'investissement dans les PME/ETI françaises en utilisant les marges de manœuvres offertes par la réglementation prudentielle.....</i>	<i>52</i>

3.1.2.	<i>Modifier la réglementation prudentielle applicable à l'ERAFP, qui ne paraît pas adaptée à ses contraintes de passif</i>	53
3.1.3.	<i>Favoriser la détention d'actifs finançant les PME/ETI au sein des plans d'épargne salariale</i>	54
3.1.4.	<i>Clarifier les contraintes de passif de certains acteurs</i>	55
3.1.5.	<i>Au total, le montant des actifs contribuant au financement des PME/ETI françaises pourrait être significativement accru, sans pour autant générer un effet d'éviction sensible au sein des portefeuilles des organismes concernés</i>	56
3.2.	Mutualiser la gestion d'une partie des organismes étudiés auprès de la Caisse des dépôts	61
3.2.1.	<i>Une mutualisation de la gestion des provisions pour fin de cycle des installations nucléaires et de l'épargne salariale est à exclure</i>	62
3.2.2.	<i>Une mutualisation de la gestion de certains organismes de retraite pourrait être favorable à la qualité de la gestion</i>	63
3.3.	Utiliser l'expertise de Bpifrance pour aider certains organismes à accéder aux classes d'actifs permettant le financement des PME/ETI	66
CONCLUSION		69

INTRODUCTION

Par lettre en date du 19 septembre 2013 (cf. annexe I), le ministre de l'Économie et des Finances a chargé l'Inspection Générale des Finances d'une mission d'analyse et de conseil portant sur l'amélioration de la contribution des avoirs financiers détenus par certaines entités publiques, parapubliques, ou faisant l'objet de règles prudentielles pour l'allocation de certains de leurs actifs, au financement de long terme des entreprises françaises, en particulier des petites et moyennes entreprises, dont on s'accorde à considérer que le développement conditionne significativement la croissance de l'économie française et de l'emploi.

Cette mission d'analyse fait suite à l'idée émise par l'association des marchés financiers (AMAFI) visant à la création d'un « fonds de financement de l'économie française », qui aurait vocation à mutualiser la gestion des actifs de ces entités, dans le contexte d'une diminution de l'intermédiation bancaire du fait des règles de Bâle III, et d'une réduction des investissements en actions et obligations d'entreprises des sociétés d'assurance du fait des contraintes de la directive Solvency II.

Après analyse du champ possible des investigations et avec l'accord du cabinet du ministre, la mission a porté d'une part sur les caisses de retraites complémentaires obligatoires (à l'exception de celles des professions libérales, dont la gestion des actifs venait de faire l'objet d'une mission de vérification de l'inspection générale des affaires sociales), le Fonds de réserve des retraites, et la PREFON ; d'autre part sur les gestionnaires de l'épargne salariale (qui fait l'objet en parallèle d'une mission plus globale de l'IGF) ; enfin sur les entreprises du secteur nucléaire tenues de constituer des provisions en vue des coûts futurs de fin de cycle de leurs installations nucléaires (à l'exception du CEA). La gestion des dotations non consommables issues du grand emprunt, évoquée par la lettre de mission, n'a pas fait l'objet d'une analyse détaillée du fait de son adossement exclusif sur les emprunts du Trésor. Au total, le champ examiné par la mission représente à fin 2012 une valeur d'actifs d'environ 225 milliards d'euros.

La mission s'est déroulée du début du mois d'octobre à la fin du mois de décembre 2013. Les investigations ont été menées auprès des administrations, des associations et fédérations représentatives des entreprises et des acteurs financiers concernés, et des institutions ciblées. Le rapport retrace le contexte et les enjeux du financement des petites et moyennes entreprises (PME) et entreprises de taille intermédiaire (ETI) (I) ; détaille les actuelles allocations d'actifs opérées par les institutions examinées et les règles qui les déterminent au regard de leurs obligations de passif (II) ; puis analyse les différents scénarios envisageables pour permettre une meilleure contribution de ces actifs au financement de long terme des PME et ETI françaises (III).

1. Les difficultés de financement des PME et ETI en France sont liées à un ensemble de facteurs, partiellement pris en compte par les mesures récentes visant à améliorer leur écosystème de développement, sans qu'il soit toutefois possible de quantifier précisément le besoin de financement qui demeure aujourd'hui non couvert

Les PME et ETI sont les principaux acteurs de la création d'emplois salariés en France : les entreprises de moins de vingt salariés représentaient 5,622 millions d'emplois salariés en 2001 et 5,924 millions en 2010 et celles de 20 à 499 salariés près de 8,38 millions et près de 8,7 millions respectivement. Les entreprises de 500 salariés et plus représentaient en 2001 1,755 million d'emplois et 1,762 million en 2010. Le développement des PME et ETI est donc un facteur essentiel de développement de l'emploi salarié.

Si elle a bien résisté à la crise de 2008-2009, leur situation financière est cependant aujourd'hui peu favorable à leur croissance. La situation financière n'est évidemment pas le seul facteur de ce développement, d'autres éléments de leur « écosystème » sont également importants, et plusieurs initiatives ont été prises récemment pour l'améliorer. Pour ce qui est des financements de long terme, indispensables à leurs investissements, le type de financements disponibles est sans doute plus déterminant que le volume global, qui reste limité par rapport à l'épargne mobilisable.

Les sources documentaires sur les PME et ETI se sont beaucoup développées et enrichies ces dernières années². Cette première partie cite celles qui ont été utilisées pour tracer les grands éléments du contexte de la mission, sans prétendre à l'originalité ou à l'exhaustivité³.

1.1. La situation financière des PME et des ETI françaises, qui a bien résisté à la crise, est cependant peu favorable à leur croissance

Les données globales relatives à la situation financière des PME et ETI françaises peuvent faire l'objet d'une double lecture : en instantané, elle s'est renforcée et a bien résisté à la crise de 2008-2009. Mais en dynamique, leur faible rentabilité, le recul du capital investissement et les nouvelles règles prudentielles s'imposant aux banques et assurances font craindre une défaillance des relais de financement de long terme, indispensables à leur croissance.

1.1.1. La situation financière des PME et ETI, globalement satisfaisante, manifeste des fragilités

La solidité financière des entreprises françaises s'est fortement améliorée au cours des dix dernières années sous l'effet d'un renforcement des fonds propres dans le bilan des entreprises. Selon les données de la base FIBEN de la Banque de France, le ratio des capitaux propres⁴ dans le total des ressources a progressé pour l'ensemble des entreprises⁵ de 30,4 %

² Voir notamment les études de la Banque de France, les observatoires du crédit et du financement par le marché, et les études OSEO PME.

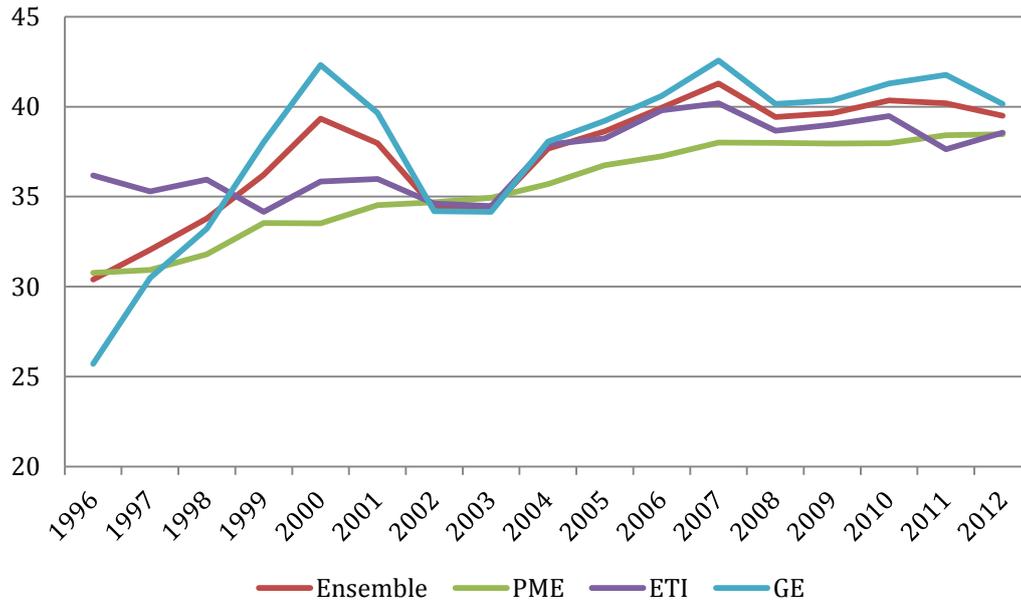
³ Les éléments détaillés de cette analyse figurent à l'annexe IV.

⁴ D'après la définition retenue par la Banque de France, les capitaux propres correspondent au capital social de l'entreprise augmenté des primes (d'émission, de fusion, d'apport...), des écarts de réévaluation, de l'ensemble des réserves (légales, statutaires, contractuelles, réglementées...), des reports à nouveau, du résultat de l'exercice, des subventions d'investissement, des provisions réglementées et diminué du capital souscrit non appelé et des primes de remboursement des obligations.

Rapport

en 1996 à 39,5 % en 2012 et se situe plutôt au-dessus de la moyenne européenne⁶. Alors que des écarts importants pouvaient être observés jusqu'au début des années 2000, les PME, les ETI et les grandes entreprises françaises semblent aujourd'hui présenter des niveaux de fonds propres comparables (respectivement de 38,5 %, 38,6 % et 40,2 %). Ce renforcement est particulièrement marqué dans le cas des PME, celles-ci ayant, contrairement aux grandes entreprises, poursuivi la consolidation de leur haut de bilan de façon régulière sur l'ensemble de la décennie (leur niveau de fonds propres passant en moyenne de 30,8 % à 38,5 %), et ce même durant les périodes 2001-2003 et 2009-2012⁷.

Graphique 1 : Évolution de la part de capitaux propres par rapport au bilan par taille d'entreprises sur la période 1997-2012 (en %)



Source : Mission à partir des données fournies par la Banque de France, décembre 2013.

L'examen des bilans depuis 2009 témoigne de la résilience des fonds propres face à la crise. En moyenne, et abstraction faite de la hausse des défaillances observée sur cette période, le niveau de fonds propres des PME et des ETI a poursuivi sa progression, quoiqu'à des taux plus faibles, en 2009 (respectivement +4,1 % et +3,4 %) et en 2010 (+6,9 % et +4,1 %)⁸. Cette solidité des fonds propres dans un contexte économique dégradé s'explique principalement par un comportement de précaution des entrepreneurs se traduisant par une plus forte mise en réserve du résultat. Le niveau des agrégats globaux masque cependant de fortes disparités selon les secteurs d'activités et les catégories d'entreprises. Comme le souligne la Banque de France, ces écarts sont particulièrement marqués parmi les PME et semblent s'être renforcés depuis la crise.

⁵ Ce calcul correspond aux données non retraitées de l'intra-groupe et ne comprend pas les entreprises de moins de 750 000 € de chiffre d'affaires.

⁶ Observatoire du financement des entreprises, *Le financement des PME-PMI et ETI en France*, avril 2011.

⁷ Observatoire du financement des entreprises, rapport 2011.

⁸ Observatoire du financement des entreprises, rapport 2012 ; Banque de France, Bulletin n°188, 2012.

Rapport

Si elles ont été en moyenne moins affectées par la crise (-5,4 % de chiffre d'affaires en 2009 contre -9 % pour l'ensemble des entreprises)⁹, **les PME ont néanmoins vu leur rentabilité fortement réduite**. Après s'être maintenue autour de 11 % entre 1996 et 2007, la rentabilité économique brute (résultat économique brut divisé par le capital d'exploitation) des PME a chuté à 8,7 % en 2009¹⁰. Une analyse de plus long terme fait ressortir, entre 2000 et 2010, une stagnation du taux de marge moyen des entreprises françaises autour de 25 %, niveau inférieur de près de 10 points à la moyenne de la zone euro sur la même période¹¹. Selon Eurostat, la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés non financières en France était ainsi en 2010 la plus faible de l'Union européenne.

Du fait de leur faible profitabilité et de l'importance qu'elles accordent au renforcement de leurs fonds propres et de leur trésorerie, **les PME et ETI françaises ont eu tendance, ces dernières années, à ajuster leur niveau d'investissement en fonction des perspectives de croissance**. Face à un contexte économique incertain, le taux d'investissement (rapport de l'investissement à la valeur ajoutée) des PME, et plus encore des ETI, s'est ainsi réduit en 2009 et tend depuis, en dépit d'une légère amélioration en 2011, à se stabiliser autour de 18 % (17,8 % en 2012) pour les PME et de 25 % (24,6 % en 2012) pour les ETI¹². Les entreprises françaises tendent, en moyenne, à privilégier les investissements peu risqués : près de la moitié des investissements (46 %) réalisés sur la période 1991-2001 correspondaient ainsi à des dépenses de renouvellement des équipements ou de mise aux normes¹³. Ce niveau s'est encore renforcé sous l'effet de la crise, atteignant 50 % des investissements en 2011.

1.1.2. L'accès au crédit bancaire a été globalement préservé durant la crise

Le crédit bancaire constitue le mode de financement externe dominant des PME/ETI françaises. À l'image de la situation qui prévaut au sein des autres pays de la zone euro, le financement du secteur privé repose en effet essentiellement sur l'intermédiation, bien que des différences notables apparaissent selon les catégories d'entreprises. Ainsi, si les dettes bancaires comptaient en 2012 pour près des deux tiers de l'endettement financier total des PME (63,9 %), ce taux n'atteignait que 40,9 % pour les ETI et 13,0 % pour les grandes entreprises, ces dernières recourant plus fréquemment, depuis la crise, au marché obligataire (leur financement obligataire est passé de 23,1 % à 29,7 % entre 2008 et 2010)¹⁴. Cet écart s'observe également en matière d'investissement, les PME ayant davantage recours au crédit pour financer leurs équipements (38 % contre 16 % pour les grandes entreprises) et leurs investissements de long terme.

Les études quantitatives menées par la Banque de France semblent tempérer le ressenti négatif d'une partie des entrepreneurs et montrent que l'accès des PME/ETI au crédit bancaire a été globalement préservé durant la crise.

Si on observe un ralentissement de la distribution de crédit aux entreprises, **les encours de crédit aux PME ont néanmoins fait preuve d'une relative résistance au regard de l'ampleur de la récession**. Le montant total des encours aux PME indépendantes (tous secteurs) n'a ainsi que légèrement reculé fin 2009 et a repris sa croissance dès 2010 pour retrouver en 2011 son taux de croissance d'avant crise. Les données issues de la Centrale des risques soulignent également une meilleure tenue des encours de crédit aux PME et TPE

⁹ Banque de France, bulletin n°189, 3^{ème} trimestre 2012.

¹⁰ Banque de France, décembre 2013.

¹¹ Banque de France, Bulletin n° 188, 2^{ème} trimestre 2012 ; Rapport Paris EUROPLACE, février 2013.

¹² Banque de France, décembre 2013.

¹³ INSEE, *Conjoncture* n°273, 9 novembre 2011.

¹⁴ Banque de France, Base FIBEN.

Rapport

indépendantes, dans le court comme dans le long terme en 2009, par rapport aux autres catégories d'entreprises. En dépit de l'amélioration constatée en 2010-2011, un nouveau ralentissement de la croissance des encours de crédits aux PME semble néanmoins perceptible depuis 2012, le montant total des crédits octroyés n'ayant progressé que de 2,6 % en décembre 2012 contre 5,7 % sur la même période en 2011.

Graphique 2 : Évolution des crédits aux PME en France entre 2008 et 2012 (taux de croissance annuel en %)



Source : Mission à partir des données fournies par la Banque de France, décembre 2013.

Si la crise a pu, dans certains cas, conduire à une plus grande sélectivité dans l'attribution des crédits, les difficultés de financement bancaire apparaissent, en l'état actuel, limitées en moyenne pour les PME françaises. **Le ralentissement constaté de la distribution du crédit bancaire depuis 2009 résulte moins d'une restriction de l'offre de crédit que d'une atonie de la demande**, sans qu'il ne soit néanmoins possible d'en distinguer ce qui tient de la faiblesse actuelle de l'activité économique et des anticipations négatives des entreprises sur leur perspectives de ce qui est lié à leur capacité d'accès au crédit¹⁵.

1.1.3. Le marché du capital-investissement fait face à un assèchement important de ses ressources.

Alors que le capital-investissement est présent aux États-Unis depuis le début des années 1950, son développement en France ne remonte qu'à la fin des années 1990. Le marché français du capital-investissement a connu depuis un essor significatif, devenant le deuxième marché européen, par sa taille, après le Royaume-Uni. Depuis 1999, près de 90 Md€¹⁶ ont été investis dans près de 15 000 entreprises et quelques 5 000 entreprises sont aujourd'hui accompagnées par le capital-investissement, dont 80 % ayant leur siège social en France. 6,1 Md€ ont été investis en 2012 dans 1 548 entreprises.

¹⁵ Rapport Berger-Lefebvre, avril 2013 ; Observatoire du financement des entreprises, rapports 2011 et 2012.

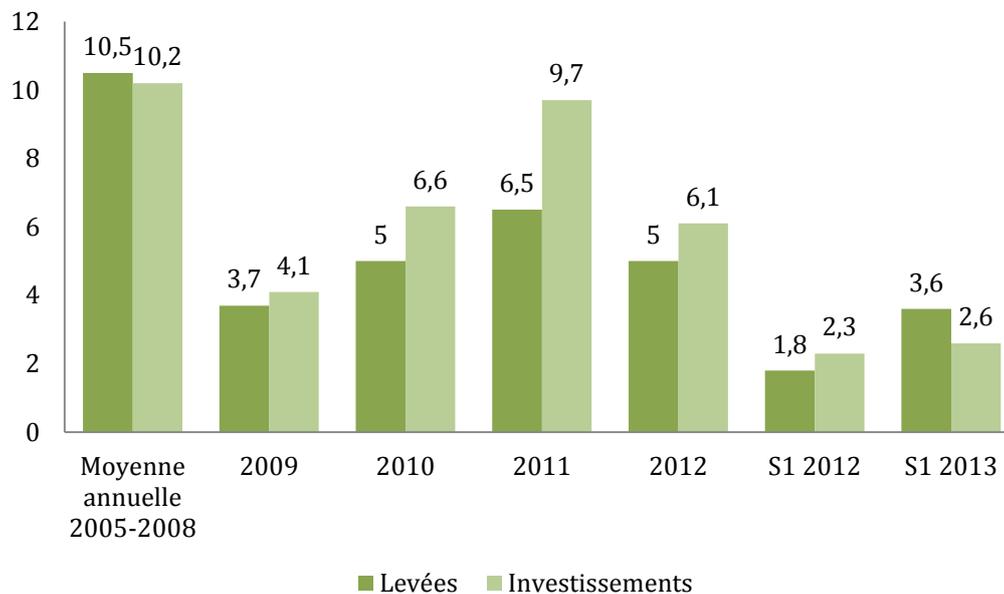
¹⁶ Source AFIC. À noter que le périmètre de l'AFIC exclut notamment l'activité des sociétés de fonds étrangères qui n'ont pas de bureaux en France. D'après les données de l'EVCA (*European Private Equity and Venture Capital Association*), les volumes d'activité des gestionnaires étrangers sur le territoire français et l'activité des gestionnaires français à l'étranger se compensent globalement. De même, certains fonds français régionaux de

Rapport

L'impact du capital investissement sur l'emploi est significativement positif, selon la dernière étude de l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC)¹⁷ : près de 80 000 emplois auraient été créés dans les entreprises françaises soutenues par le capital investissement en 2012 (alors que les secteurs marchands en ont supprimé 99 500 pendant la même année).

L'essor important du capital-investissement au cours de la dernière décennie semble aujourd'hui remis en cause par la plus grande difficulté des professionnels à mobiliser des financements. Si, sur la période 2005-2008, les fonds gérés par les sociétés de gestion de capital-investissement membres de l'AFIC levaient en moyenne 10,5 Md€ par an, ce montant ne s'élevait plus qu'à 3,7 Md€ en 2009 et restait toujours, en 2012, deux fois inférieur (5 Md€) à son niveau d'avant la crise.

Graphique 3 : Évolution du différentiel entre investissements et levées de fonds (en Md€)



Source : Graphique IGF, données AFIC.

La baisse depuis 2009 est en grande partie liée au recul important des activités de capital-transmission, les montants investis en capital-développement ayant progressé en volume tout au long de la crise, passant de 1,6 Md€ en 2009 à 2,9 Md€ en 2011. Le segment du capital-risque reste peu développé en France et dépend encore, dans une très large mesure, des financements publics. En baisse depuis 2009, les opérations en capital-risque ne représentaient en 2012 que 443 M€ (contre 758 M€ en 2008, soit une baisse de 42 %) et ne concernaient que 365 entreprises (contre 428 en 2008), illustrant les difficultés de financement des TPE et des PME dans leur phase dite « d'amorçage ».

taille modeste sont exclus du périmètre de l'AFIC. Si cela induit un impact potentiel sur le nombre d'entreprises investies, le biais sur les volumes d'investissement, de désinvestissement et de levées de fonds présentées par l'AFIC est à priori négligeable, selon la direction générale du Trésor.

¹⁷ AFIC, *Impact économique et social des acteurs du capital investissement en 2012*, Décembre 2013.

Rapport

Alors qu'elles étaient à l'origine de près de 40 % des levées de fonds du capital-investissement français en 2006, les banques et les compagnies d'assurance ne représentaient plus que 28 % du total des levées en 2011. La crise financière a par ailleurs vu le retrait presque total de ces deux acteurs sur les segments du capital-risque et du capital-développement. Outre l'impact de la crise, ce désengagement pourrait, en partie, correspondre à une anticipation des nouvelles règles prudentielles, peu favorables à la détention de produits risqués et peu liquides (cf. 1.1.5).

Le marché du capital-investissement apparaît aujourd'hui très dépendant des financements étrangers (30 % des fonds levés en 2012) et, pour les segments les plus en amont (capital-risque, capital-développement), d'interventions publiques directes (par le biais des investissements de Bpifrance) ou indirectes (au travers d'avantages fiscaux). La part des financements en provenance d'entités publiques représentait ainsi plus de 22 % (1,1 Md€) des fonds levés en 2012 ; Bpifrance et ses fonds partenaires finançaient par ailleurs près de la moitié (881) des PME présentes sur le marché du capital-investissement¹⁸.

1.1.4. Le recours aux marchés financiers reste encore marginal et n'est que rarement envisagé par les PME/ETI

En dépit de plusieurs initiatives ces dernières années, le recours des PME et ETI aux financements externes non-bancaires (dette obligataire, émission d'actions) apparaît encore limité. **Cette désaffection tient autant à une faible appétence des PME/ETI pour ces marchés qu'à une offre structurellement contrainte du fait même de la nature de ces entreprises.**

Les PME/ETI sont cotées :

- ◆ soit sur le marché réglementé¹⁹ NYSE Euronext²⁰ (compartiment B pour les valeurs moyennes dont la capitalisation boursière est comprise entre 150 millions d'euros et 1 milliard d'euros et compartiment C pour les valeurs « *small caps* » dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros) ;
- ◆ soit sur le marché organisé Alternext. Alternext est une plate-forme de transactions organisées créée en 2005²¹ par Euronext Paris à destination des petites et moyennes entreprises de la zone euro. Il s'agit d'un système multilatéral de négociation organisé (SMNO)²² créé pour offrir une alternative de cotation aux petites et moyennes entreprises souhaitant lever des capitaux de façon plus simple et moins coûteuse que sur des marchés réglementés. Un autre objectif est de proposer un trait d'union entre le marché réglementé et le capital-investissement.

¹⁸ BPI, *Capital Investissement, Étude 2013*.

¹⁹ Au sens de la directive européenne sur les services en investissement et au sens de l'article L. 421-1 du code monétaire et financier.

²⁰ Du fait du rachat récent de NYSE Euronext par l'opérateur boursier américain InterContinental Exchange, Euronext devrait à l'avenir retrouver son périmètre de bourse continentale européenne.

²¹ En 2006 par Euronext Bruxelles et Euronext Amsterdam et en 2011 par Euronext Lisbon.

²² Au sens de l'article L. 424-1 du code monétaire et financier et de l'article 524-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Rapport

Le marché financier demeure marginal quant à son poids économique, au nombre d'entreprises qu'il regroupe et à ses performances. Au 31 décembre 2010, seules 574 PME et ETI – soit 0,3 % de l'ensemble des PME/ETI (164 600) - étaient cotées sur les compartiments B et C d'Euronext et sur Alternext pour une capitalisation totale n'excédant pas 5,8 % (83 Md€) de l'ensemble du marché boursier, soit moins que la capitalisation de la première grande valeur française²³. Malgré la progression du marché Alternext, le nombre total de PME/ETI cotées tend par ailleurs à stagner, voire à décroître légèrement sur la période 2008-2011 (568 cotées en 2011 contre 573 en 2008).

Tableau 1 : Évolution du nombre de PME/ETI françaises cotées

Marché financier		2008	2009	2010	Oct. 2011
PME/ETI françaises cotées	Total	573	580	577	568
	dont Euronext B	179	125	136	134
	dont Euronext C	289	353	305	279
	dont Alternext	105	102	136	155
	dont introductions	6	2	24	19
	dont opérations financières	28	53	37	71
Total capitaux/an (en M€)		839	2616	1641	1375
Transfert vers Alternext		-	-	15	9
Retrait		27	24	17	22

Source : Observatoire du financement des entreprises par les marchés financiers.

Le marché Alternext apparaît encore peu développé au vu de la taille de ses homologues européens. Celui-ci ne représente que 3,8 % de la capitalisation des marchés européens des PME cotées contre 82 % pour le LSE-AIM de Londres et 11,5 % pour le Deutsche Börse-Entry Standard²⁴.

1.1.5. Les nouvelles normes prudentielles de Bâle III et Solvabilité II risquent d'entraîner une contraction des financements à destination des PME et des ETI

S'inscrivant dans le cadre des travaux de refondation de la finance internationale entrepris par le G20, l'accord dit de Bâle III adopté le 16 décembre 2010 et intégré en droit communautaire par la directive CRD IV vise à renforcer le niveau et la qualité des fonds propres bancaires et à encadrer le risque d'illiquidité. Outre de plus sévères exigences de solvabilité, ce dispositif prudentiel prévoit également l'introduction de nouveaux ratios de liquidité et d'un coefficient de levier. Dans la mesure où ces différents ratios n'en sont pas au même stade de définition et de calibration, le calendrier originel de l'accord Bâle III prévoit une entrée en vigueur progressive, assortie de périodes d'observation, pour une pleine application à partir du 1^{er} janvier 2019.

²³ Rameix, G. et Giami, T., *Rapport sur le financement des PME/ETI par le marché financier*, novembre 2011.

²⁴ Cour des Comptes, *L'État et le financement de l'économie*, juillet 2012.

Rapport

Dans le prolongement de Bâle II, qui s'appliquait aux banques, la directive n°2009/138/CE, dite « Solvabilité II », adoptée par le Parlement européen en avril 2009 et censée entrer pleinement en vigueur en janvier 2016, vise à renforcer le cadre réglementaire de solvabilité applicable au secteur de l'assurance européen. Alors que le régime Solvabilité I n'imposait des exigences en capital qu'en fonction du passif, la nouvelle technique de valorisation envisagée par Solvabilité II entend permettre une meilleure appréhension de l'ensemble des risques effectivement portés dans les actifs et les passifs des compagnies d'assurance, en introduisant une surveillance non plus fondée sur le bilan au coût historique mais sur le bilan en valeur de marché. La directive prévoit en outre de transférer certains risques supportés par les provisions techniques vers les fonds propres.

Si l'impact des règles prudentielles introduites par Bâle III sur l'accès au crédit apparaît pour l'instant difficilement quantifiable, la plupart des analystes²⁵ antcipent néanmoins une dégradation significative des conditions et termes de l'octroi de crédit aux PME. L'accroissement des exigences de fonds propres ainsi que les nouvelles contraintes sur la liquidité et la transformation risquent en effet de rendre le crédit bancaire - et surtout le crédit de moyen et long terme - aux entreprises plus difficile et plus coûteux à financer pour les banques.

Dans la mesure où il impose aux établissements bancaires d'ajuster la durée de leurs ressources en fonction de leurs emplois, le ratio de solvabilité à un an (NSFR) introduit par Bâle III limite mécaniquement la capacité de transformation des banques. Pour financer des actifs à moyen et long terme, les banques devront ainsi mobiliser des ressources de long terme naturellement plus coûteuses, et donc moins génératrices de marge. Dans ce contexte, il est probable que les banques chercheront à réduire l'endettement de long terme, que ce soit à travers un raccourcissement de la maturité des crédits accordés ou une augmentation des taux d'intérêts sur les prêts à plus longue maturité. Cette nouvelle exigence de liquidité est, par conséquent, susceptible d'entraîner une réduction des financements bancaires de long terme à destination des PME/ETI.

De même que Bâle III pour les banques, Solvabilité II devrait inciter les assureurs à raccourcir l'horizon de détention de leurs actifs en faveur de produits plus sûrs et plus liquides comme les produits de taux ou les crédits de court terme et de bonne qualité. Ce repositionnement devrait s'opérer au détriment des titres longs et risqués, considérés comme trop coûteux en fonds propres et trop volatils dans une perspective de liquidation à court terme. L'ampleur anticipée de ce désengagement doit néanmoins être nuancée au regard des impératifs de diversification et d'optimisation auxquels sont soumis les banques et les assureurs dans la constitution de leurs portefeuilles. Si la pondération en capitaux propres des actifs investis en actions et en capital investissement peut s'avérer dissuasive, celle-ci doit en effet être mise en perspective avec les rendements espérés qui sont en général supérieurs à ceux des autres classes d'actifs, notamment les obligations souveraines et l'immobilier.

²⁵ Rapports de l'Observatoire du financement des entreprises, avril 2011 et juillet 2012 ; Rapport Rameix-Giami, novembre 2011 ; Rapport Paris Europlace, février 2013, Al-Darwish et Hafeman, M, FMI, WP/11/187, 2013 ; Conseil d'analyse économique, décembre 2012.

1.2. Plusieurs mesures ont été prises dans la période récente pour améliorer l'écosystème du développement des PME/ETI, qui présente encore des faiblesses importantes

La présence d'investisseurs et d'instruments de financement à long terme ne sont pas les seuls facteurs de la bonne santé financière et du développement des PME/ETI : c'est l'ensemble d'un « écosystème » qui doit les favoriser. Les délais de paiement, la profondeur et la liquidité d'un marché financier spécifique, les cadres fiscaux et sociaux sont notamment déterminants²⁶.

1.2.1. Le crédit interentreprises et les délais de paiement demeurent à un niveau élevé en France

Le crédit interentreprises est un élément souvent essentiel de l'équilibre financier des entreprises, notamment les PME et ETI²⁷. Selon les dernières données définitives publiées par l'INSEE, il représente à fin 2010 (toutes catégories d'entreprises confondues) 23 % de leur endettement financier, et 7 % du total de leur bilan. Les dettes des entreprises non financières (ENF) résidentes auprès de leurs fournisseurs représentent 474 milliards d'euros, et les encours clients 508 milliards d'euros²⁸.

La loi de modernisation de l'économie (LME) a mis l'accent, depuis le 1^{er} janvier 2009, sur la réduction des délais de paiement. Les délais clients des ENF sont passés de 48 à 45 jours entre fin 2008 et fin 2010, et les délais fournisseurs de 57 à 55 jours. Selon la base FIBEN de la Banque de France, ces délais seraient encore en réduction en 2011 : 44 jours de délai clients, et 53 jours de délai fournisseurs²⁹. Toutefois, l'observatoire des délais de paiement relève dans son rapport sur l'année 2012 une tendance à la dégradation : fin 2012, la proportion d'entreprises déclarant bénéficier d'une baisse de leurs délais clients tombe à 31 %, soit 18 points en dessous du niveau observé un an plus tôt³⁰. Symétriquement, la proportion des entreprises déclarant subir un allongement de leurs délais clients a doublé en un an, pour atteindre 28 %. Et l'observatoire souligne la persistance de délais cachés, ou la difficulté, notamment pour les PME, à obtenir le respect de la loi (pénalités de retard).

Payer ses fournisseurs à 30 jours maximum est désormais une obligation légale pour les pouvoirs publics en Europe, aux termes de la directive 2011/7/UE³¹, et jusqu'à 60 jours pour les entreprises, sauf disposition contractuelle particulière si les deux parties (fournisseur et entreprise cliente) y consentent. Cette directive a été transcrite en droit national par la loi n°2013-100 du 28 janvier 2013 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière et le décret n° 2013-269 du 29 mars 2013 relatif à la lutte contre les retards de paiement dans les contrats de la commande publique.

²⁶ Pour une analyse plus globale, voir notamment le rapport 2009 du Conseil d'analyse économique sur le financement des PME, dont la plupart des thématiques non traitées ici restent d'actualité : recherche et développement, allocation de l'épargne, conditions du crédit...

²⁷ Une défaillance d'entreprise sur quatre serait liée à des retards de paiement.

²⁸ Source : rapport 2012 de l'observatoire des délais de paiement.

²⁹ La pratique plus ou moins importante des avances et acomptes, de même que celle de l'affacturage, a également un effet sur la situation financière des entreprises au-delà des délais de paiement *stricto sensu*.

³⁰ Une enquête Croissance Plus et Médiation interentreprises de novembre 2013 fait état, pour 57% des PME sous-traitantes interrogées, d'une dégradation des délais de paiement de la part des grandes entreprises françaises donneuses d'ordres.

³¹ Dans le cadre du pacte de compétitivité, le Gouvernement français s'est engagé à réduire progressivement ses délais de paiement pour payer ses fournisseurs en 20 jours en 2017. Depuis le 1^{er} juillet 2010, le délai global de paiement des marchés publics (article 98) est fixé à 30 jours.

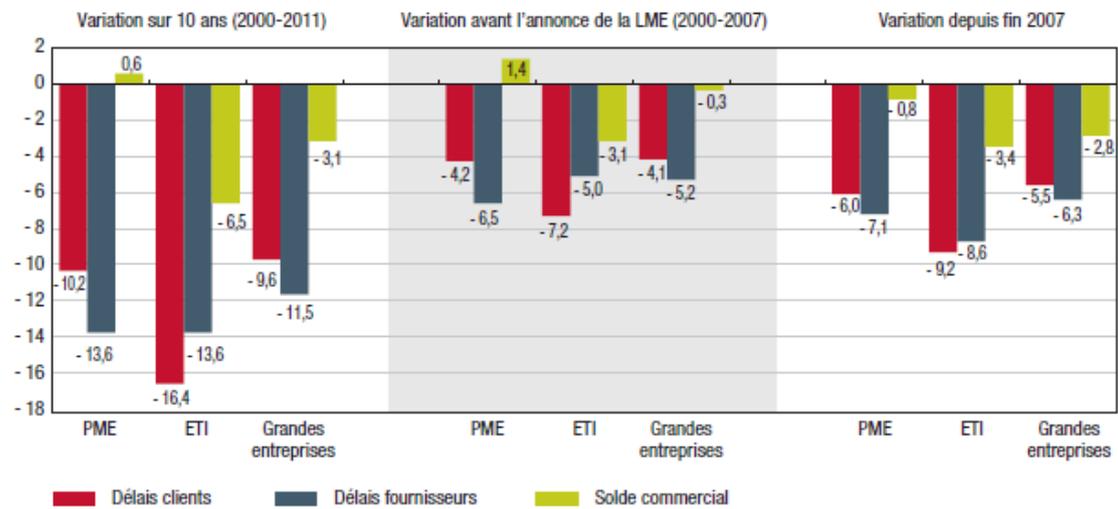
Rapport

Les PME et ETI sont sur la durée les principales bénéficiaires de cette réduction des délais de paiement.

Graphique 3 : Évolution des délais de paiement depuis 2000, par taille d'entreprises

Le repli des délais de paiement depuis 2000, par taille d'entreprises

(délais clients et solde commercial exprimés en jours de chiffre d'affaires, délais fournisseurs en jours d'achats)



Champ : Entreprises non financières au sens de la LME

Note : Les délais sont calculés nets des avances et acomptes (cf. annexe 3).

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2012

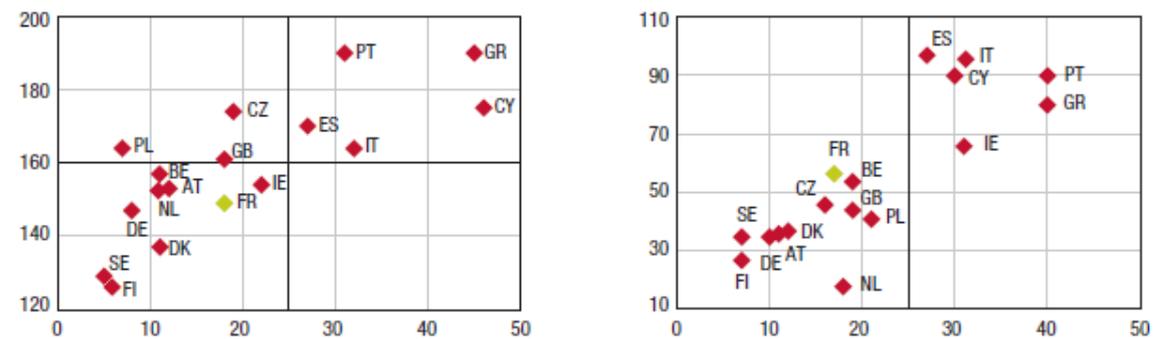
Le France occupe une position médiane entre les pays d'Europe du Nord, où les délais de règlement inter-entreprises sont courts et les retards modérés, et ceux du Sud.

Graphique 4 : Délais et retards de paiement en Europe en 2012

Délais et retards de paiement : le positionnement de la France en Europe (2012)

(ordonnées : indice de paiement ; abscisses : poids de créances de plus de 90 jours, en %)

(ordonnées : délai moyen de paiement en jours ; abscisses : retard moyen de paiement en jours)



Note : L'indice de paiement calculé par Intrum Justitia a été développé pour comparer les risques de paiement de différentes économies. Il est basé sur 8 sous-indices obtenus à partir de 21 informations clés (données financières, prévisions de délais, éléments explicatifs des retards etc.). Il est mesuré sur une échelle allant de 100 (absence totale de risques associée à un paiement à la livraison) à 200 (niveau maximal de risques). Le risque est considéré de faible intensité jusqu'à la valeur 129 ; à partir de 150, une intervention destinée à réduire le niveau de risques est jugée indispensable. Entre 2011 et 2012, l'indice calculé pour la France est passé de 148 à 149.

Source : Intrum Justitia, European payment index, 1^{er} trimestre 2012

Rapport

Selon une étude conduite par ALTARES, les retards moyens de paiement (au-delà du délai contractuel) étaient de 12 jours en France au 2^{ème} trimestre de 2013, contre 6,2 en Allemagne, 18,3 en Espagne et 20,3 en Italie. 76 % des paiements sont effectués sans retard en Allemagne, contre seulement 32 % en France, 40 % en Italie et 42 % en Espagne. Une étude de la Banque de France chiffre à 7 milliards (à fin 2010) le gain de trésorerie pour les ENF généré par un alignement à soixante jours de tous les délais de paiement³².

Les instruments de couverture du poste clients peuvent être un moyen de réduction du risque et de mobilisation des créances avant le délai contractuel, mais ils restent peu accessibles aux PME³³.

1.2.2. Des initiatives récentes visent à améliorer l'accès aux marchés financiers pour les PME/ETI

La faible présence des PME/ETI sur les marchés financiers (cf. 1.1.4) résulte pour partie de réticences des émetteurs potentiels, notamment en raison de l'ouverture du capital, des obligations accrues de transparence ou des coûts induits liés à l'introduction et à la présence en bourse. **Mais elle résulte également du fonctionnement des marchés eux-mêmes.**

Plusieurs initiatives (dont la création d'Alternext en 2005) ont tenté de dynamiser ce segment du marché. La mission Rameix-Giami³⁴ a été chargée d'analyser les difficultés persistantes, et a proposé deux voies d'action :

- ◆ la création d'une bourse des PME-ETI par NYSE Euronext, associant des partenaires ancrés dans le financement de ces entreprises, regroupant les marchés de PME-ETI cotées existants, et mettant en œuvre une stratégie visant à refonder une politique active à l'égard de ces entreprises et à relancer une présence commerciale auprès de ces sociétés ;
- ◆ l'ouverture à la concurrence du marché français en facilitant l'installation d'un opérateur professionnel alternatif, qui pourrait également mobiliser des partenaires financiers, et en assurant la possibilité aux sociétés cotées de changer de fournisseur.

A ce stade, c'est la première voie qui a été retenue avec le projet d'orientation stratégique de NYSE Euronext pour la création de la « bourse de l'entreprise »³⁵. Ce projet s'est concrétisé en 2013 avec la création au mois d'avril d'Enternext, filiale de NYSE Euronext. Avec des moyens humains et financiers renforcés, EnterNext vise à concevoir, assurer la promotion et piloter l'ensemble des offres et services proposés aux PME-ETI. Elle a notamment la responsabilité :

- ◆ du positionnement de la Bourse comme source de financement alternative ;
- ◆ de la relation au quotidien et sur le terrain avec les émetteurs et candidats à l'introduction en Bourse ;
- ◆ de la promotion des PME-ETI auprès des investisseurs ;
- ◆ de l'élaboration de la politique commerciale régionale et nationale ;

³² Selon la même étude, la résorption complète de la charge liée aux dépassements du délai légal entraînerait, à fin 2011, un transfert financier massif en direction des PME et des ETI. Celui-ci serait estimé à respectivement 13 et 9 milliards d'euros environ et serait majoritairement financé par les grandes entreprises, à hauteur de 11 milliards (le solde provenant des gains attendus de l'accélération des paiements des fournisseurs non résidents ou appartenant au secteur public).

³³ Cf. rapport IGF 2012-M-070-04 « *Le crédit inter-entreprises et la couverture du poste clients* », Janvier 2013.

³⁴ Gérard RAMEIX et Thierry GIAMI *Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier*, Novembre 2011.

³⁵ *Pour la création de la « bourse de l'entreprise »*. Comité d'orientation stratégique PME-ETI de NYSE Euronext, juillet 2012.

Rapport

- ◆ de la définition et de la promotion de nouveaux services et outils de financement, comme par exemple l'offre obligataire IBO lancée au deuxième semestre 2012.

L'ambition affichée est d'atteindre une cible d'introduction annuelle de 80 nouvelles sociétés, et d'accroître corrélativement le volume de capitaux mobilisés sur les marchés primaire et secondaire.

Outre le nombre d'entreprises cotées, le nombre d'investisseurs et la profondeur du marché sont des enjeux importants. C'est la condition de valorisations attractives pour les introductions, et de la possibilité pour les investisseurs de pouvoir céder leurs participations en fonction de leurs arbitrages et besoins de liquidités.

L'existence d'analyses financières des sociétés qui y sont cotées est aussi un facteur de son développement. Le rapport Rameix-Giami note à ce sujet que : « *Le manque d'analyse et de visibilité est une des faiblesses du marché financier des PME-ETI. Ces dernières ne font pas l'objet de suffisamment de recherche, compte tenu du coût de ces recherches par rapport aux négociations qu'elles entraînent. Cette situation provoque un déficit de notoriété des entreprises cotées et une moindre prise en compte de ces sociétés par les investisseurs. L'insuffisance en la matière est à l'origine d'une spirale descendante pour l'ensemble des marchés de cotation des PME-ETI.*³⁶ »

Du côté des investisseurs, outre le capital investissement (cf. 1.1.3), on notera des **initiatives de place ciblant les marchés d'actions et de dettes des PME/ETI, les fonds NOVA et NOVO.**

Encadré 1 : Les fonds NOVA et NOVO

1. Les fonds NOVA

Les fonds NOVA 1 et 2 ont été initiés en février 2012. D'un montant total de 161,5 M€, ils investiront exclusivement dans des PME et ETI françaises des secteurs industriels et de service, cotées sur les marchés réglementés (Euronext) ou organisés (Alternext). 40 % des capitaux sont destinés à des introductions et 30 % à des augmentations de capital.

Ils ont été souscrits par la Caisse des dépôts (40 M€) et onze sociétés d'assurance (121,5 M€). Ce sont des fonds fermés, pour une durée de cinq ans, avec un objectif de rotation annuelle du portefeuille de 30 %. La gestion en a été confiée à CM-CIC Asset Management et Amiral Gestion, suite à un appel d'offres.

2. Les fonds NOVO

Les fonds NOVO ont vu le jour à la suite de la réforme du code des assurances d'août 2013 qui élargit les catégories d'actifs que les sociétés d'assurance peuvent mettre en regard de leurs engagements, sous forme de « fonds de prêts à l'économie ». Les fonds NOVO 1 et 2 sont des fonds communs de titrisation (FCT) qui investiront en prêts obligataires émis par des PME-PMI industrielles et de service (en pratique des ETI vus les critères de sélection retenus), d'un montant de 10 à 50 M€, à taux fixe et d'une durée de 5 à 7 ans, sous forme de placement privé ou d'une offre au public. Les fonds sont d'une durée de 10 ans, avec une période de chargement de deux ans.

Réunissant 21 investisseurs (dont la Caisse des dépôts, le fonds de réserve des retraites, l'ERAFP, et des sociétés d'assurance), la gestion en a été confiée après mise en concurrence à BNP Paribas IP (NOVO 1 - 660 M€) et à TIKEHAU IM (NOVO 2 - 355 M€). Les premières opérations d'investissement viennent d'être finalisées. Selon les deux sociétés gestionnaires, le détail des conditions fixées pour l'éligibilité des ETI aux financements des fonds NOVO (par exemple le nombre maximum de salariés employés par les entreprises, ou la part de NOVO dans le total d'endettement de l'entreprise), qui s'explique par son caractère novateur et le nombre d'investisseurs qu'ils réunissent, risque d'être un frein à sa montée en charge. Mais c'était sans doute le prix à payer pour acclimater ce type d'instruments vis-à-vis des investisseurs dont on espère qu'il sera suivi d'autres initiatives similaires³⁷.

Source : Mission.

³⁶ La société IDMidcaps est presque seule sur ce créneau à l'exception des *brokers* qui n'ont pas toujours la même indépendance.

³⁷ Les fonds NOVO comme instruments de titrisation de dette ne sont pas une nouveauté complète : des initiatives de marché telles que le fonds MICADO et le FCT GIAC les avaient précédés. D'autres initiatives émanant de banques et de sociétés d'assurances ont aussi vu le jour.

Rapport

La Banque de France anime par ailleurs un groupe de travail qui vise à élaborer, à l'horizon de 2014, une standardisation de la documentation relative aux placements privés (prêts ou obligations). C'est un mode de financement qui s'est développé significativement (66 opérations et 6,6 Mds € levés depuis 2012, pour une maturité moyenne de 6 ans et un montant moyen de 90 M€), mais qui est encore difficilement accessible aux PME du fait notamment de cette absence de standardisation.

1.2.3. Les cadres fiscaux et sociaux sont pénalisants pour les entreprises, en particulier pour les PME

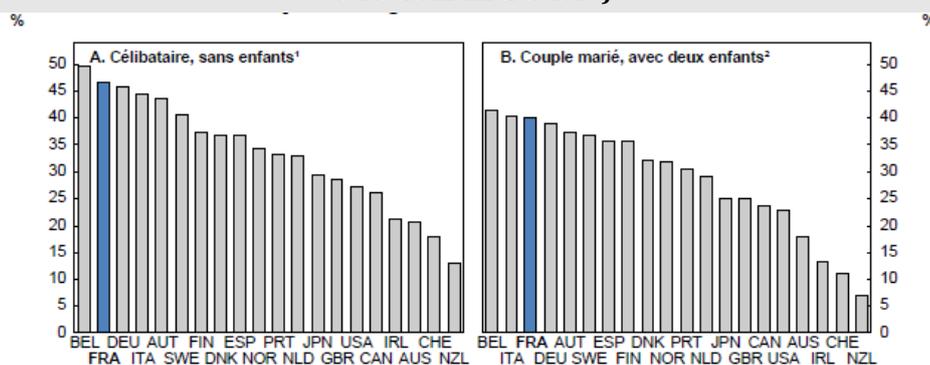
Dans son dernier rapport 2013 sur la France³⁸, l'OCDE souligne les effets de certains aspects des cadres fiscaux et sociaux sur la compétitivité de l'économie, et des PME en particulier.

Encadré 2 : Analyse par l'OCDE de l'impact des cadres fiscaux et sociaux sur la compétitivité de l'économie française

« L'action des gouvernements successifs a permis d'abaisser le coïn fiscal sur les bas salaires. S'élevant à plus de 40 % des coûts de main-d'œuvre au niveau du salaire médian, il reste cependant l'un des plus élevés de la zone OCDE, ce qui réduit à la fois la demande et l'offre de travail pour les salariés concernés. Le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (au cœur du Pacte de compétitivité) constitue une avancée importante et reviendra à une baisse de plus de 4 % en moyenne du coût du travail pour les salariés rémunérés jusqu'à 2,5 SMIC. Les taux marginaux d'imposition effectifs (TMIE) sont élevés en raison du poids des cotisations sociales et de la réduction ou de la suppression des allocations chômage et d'autres prestations sous condition de ressources lorsque les revenus du travail s'accroissent.

Au-delà de certains seuils, nombreux et fixés en termes d'effectifs, les entreprises françaises sont confrontées à de lourdes charges administratives et financières, ce qui limite leur capacité à se développer et à exploiter les économies d'échelles (OCDE, 2009). Par exemple, si sa taille dépasse 50 salariés, l'entreprise est alors soumise à plus de 30 lois et réglementations supplémentaires, dont le coût représente environ 4 % de la masse salariale (CLCF, 2008). Selon Ceci-Reynaud et Chevalier (2010), ces effets de seuil n'expliqueraient qu'une faible partie des différences de taille entre la France et l'Allemagne. Cependant, leur effet sur l'emploi total et la productivité peut ne pas être marginal. Garicano et al estiment que le seuil le plus important (50 salariés) engendre un coût pour l'économie d'au moins 0,5 % du PIB. »

Graphique 5 : Le coïn fiscal sur le travail en 2011 dans les pays de l'OCDE (en pourcentage des coûts de main d'œuvre)



1. Évalué à 67 % du salaire du travailleur moyen.

2. Pour un couple dont le premier et deuxième apporteur de revenu sont rémunérés, respectivement, à hauteur de 100 % et de 33 % du salaire du travailleur moyen.

Source : OCDE, Les impôts sur les salaires 2011, Éditions OCDE.

Comment lire ce graphique : Le coïn fiscal est la différence entre le salaire super brut (y compris les cotisations salariales et patronales de sécurité sociale) et la rémunération nette après impôts dont dispose le salarié. Par exemple, un célibataire sans enfants perçoit une rémunération nette inférieure de 45 % à son salaire super brut.

Source : OCDE.

³⁸ Études économiques de l'OCDE, France, Mars 2013 – Synthèse. L'OCDE a repris cette approche dans son récent rapport sur la compétitivité en France de novembre 2013. Ces travaux ne prennent pas en compte l'impact du crédit d'impôts compétitivité-emploi, qui ne sera mesurable qu'à partir de 2014-2015.

Rapport

Dans son rapport de juillet 2012 sur l'État et le financement de l'économie, la Cour des Comptes indique par ailleurs que le taux effectif moyen d'imposition des bénéficiaires des entreprises est plus élevé en France que dans la plupart des autres pays de l'OCDE.

Encadré 3 : Analyse comparative du taux effectif moyen d'imposition des bénéficiaires des entreprises par la Cour des comptes

« Le taux effectif moyen d'imposition des bénéficiaires des entreprises est élevé en France par rapport au reste de l'OCDE, le pays se classant deuxième après le Japon. Si ce taux a effectivement été réduit de 4 points en 15 ans, sa diminution a été moins rapide en France que dans un éventail de 11 pays de l'OCDE, où il a reculé de 8,3 points en moyenne.

Ce niveau de prélèvement sur les entreprises se double :

- ♦ d'une taxation plus lourde des facteurs de production que sont la masse salariale et le capital fixe, et notamment de cotisations sociales plus élevées ;
- ♦ de l'existence de taxes s'appliquant en amont du calcul de l'excédent brut d'exploitation, c'est-à-dire avant que l'entreprise ne dégagne des bénéfices ;
- ♦ d'une propension comparativement supérieure à imposer les entreprises sur la base de leur excédent brut d'exploitation. »

Tableau 2 : Prélèvements obligatoires sur les facteurs de production (en % du PIB en 2008)

Prélèvements obligatoires sur :	le capital fixe (hors foncier)	la masse salariale	
		autres prélèvements	cotisations sociales
France	1,45 %	1,27 %	16,29 %
Allemagne	0,08 %	0,00 %	15,50 %
Royaume-Uni	0,04 %	0,00 %	6,33 %
Espagne	0,04 %	0,00 %	12,28 %
Italie	0,08 %	0,00 %	13,38 %

Source : Cour des comptes

Une étude de la direction générale du Trésor relative à la taxation implicite des bénéficiaires³⁹ des sociétés non financières bénéficiaires indique que, en simulant l'effet des mesures récentes sur les dernières données collectées, pour un taux moyen de 28,1 % il s'élèverait à 26,2 % pour les grandes entreprises et 32,3 % pour les PME, soit un écart de six points.

1.2.4. Plusieurs mesures mises en œuvre dans la période récente visent à favoriser le financement de long terme des PME/ETI

La préoccupation d'un soutien public, direct ou indirect, aux besoins de financement de long terme des entreprises françaises, notamment PME et ETI, est ancienne et récurrente, qu'il s'agisse d'orienter l'épargne des particuliers (FCPI⁴⁰, FIP⁴¹...) ou de mobiliser des instruments spécifiques (OSEO, Fonds stratégique d'investissement, création de Bpifrance, programme

³⁹ Le taux implicite de taxation des bénéficiaires vise à donner une image plus exacte que le seul taux nominal d'impôt sur les sociétés, en rapportant l'impôt effectivement payé sur l'excédent net d'exploitation. Il est calculé ici sur les données de l'exercice fiscal 2011 en simulant les effets des mesures fiscales prises jusqu'à la LFI 2014. L'effet des crédits d'impôts (CIR et CICE), qui ne visent pas à l'imposition des résultats, n'est pas inclus.

⁴⁰ Un fonds commun de placement dans l'innovation est un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) de droit français agréé par l'Autorité des marchés financiers (AMF) permettant à des particuliers d'investir dans le capital-investissement.

⁴¹ Les Fonds d'Investissement de Proximité (FIP) sont des fonds dont 60 % au moins des investissements doivent être réalisés dans des PME situées dans une zone géographique comprenant quatre régions limitrophes.

Rapport

des investissements d'avenir issus du grand emprunt tels que le fonds Ambition Numérique ou le fonds national d'amorçage...).

Plusieurs mesures récentes, issues pour certaines de rapports commandés par le Gouvernement, visent à améliorer les instruments de financement à long terme des PME/ETI.

1.2.4.1. Le Plan d'épargne en actions « PEA-PME »

Le PEA-PME, qui s'ajoute à l'augmentation du plafond du PEA classique décidée concomitamment, sera d'un montant maximum individuel de 75 000 euros, avec les mêmes avantages fiscaux que l'existant.

Il est trop tôt pour anticiper l'intérêt des épargnants pour ce nouveau placement, les estimations allant de 1 à 4 milliards d'euros collectés annuellement (à comparer à une levée de fonds en actions et obligations, primaires et secondaires, de l'ordre de 2 Md€ par an en moyenne des cinq dernières années par les PME/ETI françaises, selon les données d'EnterNext). La disponibilité de fonds plus importants, si elle est avérée, devra pour avoir un effet réel rencontrer une demande elle aussi en croissance (cf. 1.2.2), sauf à alimenter une hausse artificielle des cours.

1.2.4.2. Les contrats d'assurance vie « Eurocroissance » et « vie-génération »

Proposés par le rapport Berger-Lefèvre d'avril 2013⁴², les contrats dits « Eurocroissance » ont été créés par la loi n° 2013-1279 du 29 décembre 2013 de finances rectificative pour 2013. Cette réforme de l'assurance-vie (1 543 Md€ d'encours au total à fin juillet 2013, en hausse de 5 % sur un an) est l'un des leviers pour orienter davantage l'épargne vers le financement des entreprises. Elle se traduira par la création d'un nouveau produit, l'« Eurocroissance », investi en actions et en obligations⁴³. Contrairement aux fonds en euros, la garantie du capital n'y est accordée qu'à l'échéance de huit ans. Cela permettra aux assureurs d'avoir une gestion plus dynamique de leurs placements et moins coûteuse en capital tout en laissant espérer à leurs clients un meilleur rendement.

Vu le stock d'épargne des ménages placée en assurance vie, il est espéré que ce nouveau support drainera des montants significatifs vers le financement des entreprises.

L'autre nouveauté, le contrat « vie génération », requiert qu'un tiers de l'épargne soit orientée vers le placement dans des PME et ETI cotées ou non cotées, dans du logement social et intermédiaire, ou encore dans les entreprises de l'économie sociale et solidaire. Ce contrat en unités de compte bénéficiera d'un abattement de 20 % sur les droits de succession.

1.2.4.3. Une initiative récente de la BPI : le FCPI « ETI 2020 ».

Pour contribuer au renforcement et à l'émergence d'ETI françaises, Bpifrance a annoncé en septembre 2013 la création d'un FCPI « ETI 2020 ». Doté de 3 milliards d'euros, il interviendra sur des opérations à partir de 10 millions d'euros en fonds propres ou quasi-fonds propres, en minoritaire.

⁴² Karine Berger et Dominique Lefèvre, *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour favoriser l'investissement et la compétitivité*, 2 avril 2013.

⁴³ Les contrats en euros, qui représentent 80% de l'encours, garantissent le capital et les intérêts. Leur rémunération moyenne en 2012, affectée par la baisse des taux obligataires, a été de 2,90% bruts. Les contrats en unités de compte sont soumis aux variations des marchés financiers, et le capital n'est pas garanti. Les contrats dits « multi-supports » mixent les deux types de contrats pour optimiser le couple risque/rendement.

Rapport

L'objectif du fonds est d'accompagner sur le long terme les entreprises de taille intermédiaire pour accélérer leur développement, renforcer leurs capacités d'innovation et favoriser leur développement à l'international.

Les investissements déjà réalisés par le Fonds stratégique d'investissement (FSI) seront apportés au « FPCI ETI 2020 » qui devrait par ailleurs suivre un rythme d'investissement de 300 à 500 millions d'euros par an.

Le fonds a été créé sous la forme d'un FPCI d'une durée de 99 ans qui permet de s'adapter au développement de long terme des entreprises de taille intermédiaire sans connaître les contraintes de liquidité qui s'appliquent aux fonds classiques. La durée d'investissement du FPCI ETI 2020 sera donc longue. Il privilégiera systématiquement le co-investissement avec les acteurs de ce segment de marché. Il pourra se décliner en fonds ciblés sur une filière, comme le fonds Croissance Rail annoncé ce 22 novembre.

1.2.4.4. *Le capital investissement d'entreprise (« corporate venture »)*

Annoncé lors des Assises de l'entrepreneuriat, ce mécanisme fait l'objet d'une disposition de la loi de finances rectificative pour 2013, et doit entrer en vigueur au 1^{er} juillet 2014.

Il vise à encourager fiscalement l'investissement des grandes entreprises dans les PME innovantes, via un dispositif d'amortissement sur cinq ans. Les investissements devront se faire dans des PME (moins de 250 salariés, pour un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros), qui consacrent au moins 15 % de leurs dépenses à la recherche ou dont le caractère innovant est reconnu par le label de Bpifrance. L'investissement, limité à 20 % du capital, pourra se faire directement ou via un fonds. Les titres devront être conservés au moins deux ans.

Les entreprises sont aujourd'hui en France un contributeur minoritaire au capital investissement, avec en 2012 une part de 10,1 % des fonds levés (pour 25,3 % pour les personnes physiques et *family offices*, et 29,5 % pour les entités du secteur public⁴⁴) et un montant de 250 millions d'euros en 2012. Il est donc espéré que cette mesure renforcera ce « troisième pilier » de l'investissement en capital-risque.

1.2.4.5. *Les projets « Innovation 2030 »*

Suite au rapport de la commission animée par Anne Lauvergeon et à la définition de sept domaines prioritaires d'investissement afin de « stimuler l'innovation au sein des entreprises de toutes tailles autour de priorités durables », le Président de la République a lancé récemment un concours pour lequel les projets sélectionnés bénéficieront d'une dotation de 200 000 € chacun (pour les cent premiers qui doivent être retenus en mars 2014), puis deux millions d'euros pour la deuxième vague. Dans une troisième étape, les projets les plus prometteurs et innovants (un ou deux par domaine) pourront bénéficier d'un soutien jusqu'à 20 M€ en phase d'industrialisation.

⁴⁴ Le solde se répartissant entre les banques, caisses de retraite, assurances, fonds de fonds et divers. (Source : EVCA).

1.3. L'évaluation des besoins de financement de long terme des PME/ETI est incertaine

Pour déterminer s'il faut favoriser une plus grande implication des investisseurs institutionnels étudiés par la mission dans le financement de long terme des PME/ETI, la première étape est de confirmer l'existence du besoin et son importance.

C'est un exercice pour lequel il existe peu d'études satisfaisantes. Le rapport Berger-Lefèvre indique que ses propositions visent à « réorienter 100 milliards d'euros de patrimoine financier en quatre ans vers le financement productif des entreprises françaises, dont un quart devrait être ciblé vers les ETI et PME », mais que son estimation d'un apport complémentaire compris entre 15 et 25 milliards d'euros « au cours du prochain cycle » ressort des seuls avis des experts auditionnés. Cet exercice est d'autant plus difficile lorsqu'il essaie d'anticiper les évolutions, notamment la croissance de l'économie et les effets des évolutions de la réglementation prudentielle applicable aux banques et aux assurances (cf. 1.1.5).

Deux essais de chiffrages sont possibles, l'un à partir de l'endettement financier des PME/ETI, l'autre ciblé sur le capital-investissement, qui conditionne pour partie le développement de ces entreprises.

1.3.1. Une approche est possible par le taux d'endettement financier

Une étude de la Banque de France⁴⁵ chiffre le besoin de fonds propres par catégories d'entreprises à partir du taux d'endettement. L'hypothèse retenue est que le taux d'endettement devrait être de 200 % au maximum, générant donc un besoin d'augmentation des fonds propres pour les entreprises le dépassant. **Le besoin ainsi calculé serait à fin 2010 de 30,1 milliards d'euros pour les entreprises non cotées (dont 24,8 pour les PME/ETI) et de 2,7 milliards pour les entreprises cotées (dont 2 milliards pour les PME/ETI).**

Encadré 4 : Evaluation du besoin en fonds propres des entreprises françaises par la Banque de France

« Les besoins en fonds propres des PME-ETI cotées, que l'on estime conventionnellement sur la base d'un seuil de 200 % pour le taux d'endettement (endettement financier sur fonds propres), atteint en 2010 un peu plus de 2,7 milliards d'euros, soit un peu plus de 6 % des fonds propres existants. C'est beaucoup moins que pour leurs homologues non cotées, dont les besoins estimés sur la base de ce seuil maximal d'endettement représenteraient 19 % de leurs fonds propres. À peine 10 % des PME-ETI cotées sont concernées par des besoins en fonds propres (contre plus de 20 % pour les non cotées). Les PME cotées sont les plus concernées : leurs besoins en capitaux propres estimés en 2010 à l'aune de cette méthode s'élèveraient à 1 milliard d'euros, soit plus de 24 % de leurs fonds propres. »

⁴⁵ Les PME et ETI cotées en Bourse : amélioration des performances et poursuite du désendettement. Matthieu BRUN et Jean-Luc CAYSSIALS – Banque de France, Observatoire des entreprises, juillet 2012.

Rapport

Tableau 3 : Besoin en fonds propres des entreprises françaises estimé par la Banque de France ⁴⁶							
		Nombre d'entreprises en insuffisance de fonds propres		Besoins en fonds propres estimés (milliards d'euros)		Endettement financier sur capitaux propres	
		Nombre	Part dans le total	Montant	Part dans le total des fonds propres	Taux d'endettement	Taux d'endettement ajusté
Non cotées	PME	313	20,8 %	2	14,0 %	95,8 %	84,0 %
	ETI	507	23,0 %	22,8	21,7 %	115,3 %	94,7 %
	GE	25	29,8 %	5,3	14,0 %	80,5 %	70,6 %
	Total	845	22,3 %	30,1	19,1 %	105,1 %	88,2 %
Cotées	PME	23	19,7 %	1	24,2 %	139,7 %	112,5 %
	ETI	20	7,7 %	1	3,7 %	70,9 %	68,4 %
	GE	1	3,1 %	0,7	6,0 %	85,1 %	80,3 %
	Total	44	10,8 %	2,7	6,3 %	81,6 %	76,7 %

Source : Banque de France.

Ce mode d'évaluation est inévitablement approximatif. L'endettement financier des entreprises dépend notamment des conditions respectives, à un moment donné, des prêts bancaires (dont les taux sont particulièrement bas aujourd'hui) et de la rentabilité attendue des fonds propres par les investisseurs. Il cumule les besoins de financement de l'exploitation et de l'investissement, sans non plus distinguer en fonction des secteurs d'activité et du stade de développement des entreprises. Dans la perspective de ce rapport, il inclut aussi les besoins des petites entreprises qui ne pourront renforcer leurs fonds propres que par autofinancement (donc en fonction notamment des taux de marge), leur taille ne permettant pas un recours à des financements de marché.

Une autre approche par l'endettement financier part du stock actuel de financement des PME/ETI par les banques, et suppose une diminution de ce taux d'intermédiation (92 %) du fait des contraintes liées aux règles de Bâle 3 (cf. 1.1.5) : pour un stock de 363 Mds € mobilisés à fin septembre 2013 par les PME, et de 220 Mds € par les ETI⁴⁷, **chaque réduction de 1 % du volume de l'intermédiation bancaire impliquerait un besoin alternatif de 5,8 Mds €**. Là aussi, cette approche très globale est conditionnée par de multiples hypothèses : maturité des différents besoins de financement, effectivité et niveau de la désintermédiation (qui pour l'instant se concentre sur les grandes entreprises et ETI), rythme de celle-ci, panoplie et poids respectif des alternatives au financement bancaire notamment.

⁴⁶ Les besoins en fonds propres sont évalués à partir de leur ration endettement financier sur fonds propres, en prenant en compte le seuil de 200% pour le ratio. Sont considérées comme ayant des besoins en fonds propres les entreprises avec un taux d'endettement supérieur à ce seuil. Le montant des fonds propres nécessaires pour qu'elles ne franchissent pas ce seuil est ainsi estimé à 2,7 milliards pour les PME/ETI cotées en 2010.

⁴⁷ Source : Banque de France, Stat Info, les crédits aux entreprises (encours), France, septembre 2013.

1.3.2. Une autre approche peut être réalisée à partir du capital investissement

En matière de capital-investissement (cf. 1.1.3), la France était jusqu'en 2008 dans une situation plutôt favorable par rapport à la moyenne de l'UE, avec une levée annuelle de fonds de capital investissement de l'ordre de 10 à 12 milliards d'euros. Cependant, un net décrochage a été constaté depuis 2009 en termes de collecte de fonds et depuis 2012 en termes de fonds investis.

Selon l'AFIC, cette diminution ne traduit pas une diminution équivalente des dossiers présentés aux sociétés de gestion, ni leur qualité : ce serait donc un problème d'offre et pas de demande.

Sur ce segment du capital-investissement, qui constitue une cible prioritaire pour le développement des PME/ETI, on peut donc estimer que le besoin d'apports complémentaires annuels est de l'ordre de l'écart entre la moyenne collectée entre 2005 et 2008 (10,5 milliards d'euros) et le niveau constaté depuis 2009, soit environ 5 à 6 milliards d'euros. Selon l'AFIC, le segment du capital-développement pourrait absorber un flux annuel supplémentaire de 2 à 3 milliards d'euros.

1.3.3. Les montants en jeu sont difficiles à chiffrer précisément, mais ne créent pas de risque d'éviction des autres besoins de financement de l'économie

Le chiffrage des besoins en fonds propres et dettes de long terme des PME/ETI est un exercice complexe, l'absence de données clairement établies le prouve, ce que confirme une note récente de la direction générale du Trésor ou l'étude à paraître de l'association PME Finance⁴⁸. Il doit de plus s'évaluer par types d'entreprises (TPE, petites PME, grosses PME, ETI), par type de besoin de financement (amorçage et innovation, capital développement, transmission, retournement, émissions) et par type d'instrument financier (actions, dettes, mezzanine). Selon la conjoncture économique, et en fonction de l'évolution des règles nationales et internationales (fiscalité, Bâle 3 et Solvabilité 2...), chaque segment de besoin évolue dans le temps : la bonne allocation est aussi importante que le besoin global.

Selon les experts auditionnés par la mission, ce sont sans doute les créneaux de l'amorçage, des PME de taille petite et moyenne, de la dette de long terme, des petites entreprises cotées (à l'exception de quelques ETI) et des entreprises en difficulté conjoncturelle qui souffrent de manque de financements aujourd'hui.

Pour autant, il apparaît clairement qu'une allocation plus dynamique vers les PME/ETI des financements mobilisables, qu'ils viennent des ménages, des entreprises ou des acteurs institutionnels, n'est pas de nature à perturber les grands équilibres de financement de l'économie.

Le flux annuel d'épargne de l'économie française (écart entre le revenu disponible brut et les dépenses de consommation finale) est en 2011 de l'ordre de 360 milliards d'euros et le besoin de financement des investissements de 410 milliards, comme le rappelle la Cour des Comptes dans son rapport sur l'État et le financement de l'économie.

⁴⁸ PME Finance, *Financement des PME : après la crise, la reprise ?*, Étude à paraître le 21 janvier 2014.

Tableau 4 : Épargne brute et investissements par agents en 2011

	Épargne brute	Investissements	Solde
Administrations publiques	-34,4	71,2	-103,6
Sociétés non-financières	136,0	201,2	-65,2
Sociétés financières	42,6	13,9	28,7
Ménages	214,6	125,5	89,1
Économie nationale	360,8	411,8	-51,0

Source : Cour des comptes, d'après INSEE – comptes nationaux.

Si l'ordre de grandeur des besoins de financement de long terme supplémentaire des PME/ETI est de l'ordre de 5 à 7 milliards d'euros par an, pour retenir un chiffre vraisemblable, il n'est donc pas de nature à peser de façon significative sur les flux de financement de l'économie française.

2. Face à des contraintes de passif diverses, les organismes étudiés ont constitué un portefeuille d'actifs qui contribue au financement des PME et ETI françaises de manière très limitée, alors même que le cadre réglementaire et institutionnel de leur action permettrait à certains d'entre eux de disposer en la matière de marges de manœuvre significatives

2.1. Pour faire face à des contraintes de passif diverses, les organismes étudiés constituent un portefeuille d'actifs qui contribue au financement des entreprises de manière plus limitée que d'autres organismes comparables

2.1.1. Le périmètre de la mission ne couvre qu'une partie des acteurs publics ou régulés par la puissance publique qui disposent d'actifs placés à long terme

La mission a pour objectif d'examiner dans quelle mesure les actifs placés à long terme par certains acteurs publics ou régulés par la puissance publique contribuent aujourd'hui au financement des PME et ETI françaises, et pourraient y contribuer davantage dans l'avenir.

Ces acteurs relèvent essentiellement de quatre catégories :

- ◆ les **organismes de retraites** complémentaire ou supplémentaire, ainsi que le fonds de réserve des retraites ;
- ◆ les **gestionnaires de l'épargne réglementée** ;
- ◆ les **gestionnaires des provisions** destinées à couvrir les charges de fin de cycle des **installations nucléaires** ;
- ◆ les **fonds de dotation** (constitués notamment dans le cadre du programme d'investissement d'avenir).

Conformément à la lettre de mission qui lui a été confiée et aux instructions reçues du cabinet du ministre de l'économie et des finances, la mission a examiné certains des acteurs relevant de chacun de ces périmètres, sans pour autant couvrir intégralement aucun d'entre eux. Le périmètre des investigations conduites est détaillé à l'annexe III.

Parmi les organismes de retraite complémentaire, les investigations de la mission ont porté sur trois organismes ou groupes d'organismes, représentant à fin 2011 66 % du montant total des réserves et provisions des régimes complémentaires obligatoires :

Rapport

- ◆ l'AGIRC-ARRCO ;
- ◆ l'ERAFP ;
- ◆ l'IRCANTEC.

Le montant des réserves de ces trois organismes au 31 décembre 2012, selon les chiffres actualisés collectés par la mission, représentait 69 Md€.

Parmi les régimes de retraite supplémentaire, la mission a examiné uniquement la Préfon, dont les provisions s'élevaient au 31 décembre 2012 à 11,4 Md€ (soit 7,6 % du montant total de l'épargne retraite).

Les réserves gérées par le fonds de réserve des retraites (FRR), également étudiées par la mission, s'élevaient au 31 décembre 2012 à 36,6 Md€.

Au sein du périmètre de l'épargne salariale, la mission a examiné les plans d'épargne d'entreprise (PEE) et les plans d'épargne pour la retraite collectifs (PERCO), qui représentent au total 86,2 Md€ au 31 décembre 2012. Ces encours représentaient à la fin de l'année 2012 environ 2 % du patrimoine financier des ménages, et 3 % de leur épargne longue.

Parmi les gestionnaires des installations nucléaires de base soumis à l'obligation de constituer des provisions en vue de couvrir les charges de fin de cycle de leurs installations, la mission a examiné les actifs dédiés d'EDF et Areva, à l'exclusion des autres exploitants. Ces actifs représentaient un montant de 23,4 Md€ au 31 décembre 2012, correspondant à 70 % du total des passifs à couvrir par les exploitants d'installations nucléaires de base.

Enfin, les dotations non consommables du programme d'investissement d'avenir ont été exclues du périmètre des investigations, dans la mesure où elles ne sont pas placées en actifs financiers, mais ont été déposés sur les comptes du Trésor des opérateurs concernés. Le placement de ces actifs sur les marchés financiers ne pourrait dès lors résulter que d'un changement radical du montage financier retenu pour la constitution du programme d'investissement d'avenir, qui aboutirait à augmenter l'endettement de l'État d'un montant équivalent à celui des dotations non consommables, soit 15 Md€.

Au total, le périmètre des organismes étudiés par la mission représente **226,5 Md€ d'actifs** au 31 décembre 2012.

Tableau 5 : Montant des actifs des organismes étudiés par la mission au 31 décembre 2012

Organisme	Montant des actifs
AGIRC-ARRCO	48,8
ERAFP	13,5
IRCANTEC	6,6
Préfon	11,4
FRR	36,6
Areva	5,8
EDF	17,6
PEE	79,5
PERCO	6,7
Total	226,5

Source : Mission, d'après les données fournies par les organismes.

Ces actifs représentent **une part majoritaire au sein des périmètres de la retraite complémentaire obligatoire et des provisions de long terme des exploitants nucléaires, mais une part très minoritaires au sein des périmètres de la retraite supplémentaire, et a fortiori de l'épargne longue.**

Rapport

Tableau 6 : Part des actifs étudiés par la mission sur le périmètre des actifs placés à long terme

	Montant total des actifs au 31.12.2011	Montant des actifs étudiés par la mission au 31.12.2012	Part des actifs étudiés par la mission
Retraite complémentaire obligatoire	109,8	68,9	63 %
Retraite supplémentaire	150,8	11,4	8 %
Fonds de réserve des retraites	36,6	36,6	100 %
Exploitants nucléaires	34,7	23,4	67 %
Épargne longue des ménages	2500	86,2	3 %
Dotations non consommable du PIA	15	0	0 %
Total	2846,9	226,5	8 %

Source : Mission.

Si les acteurs étudiés par la mission ne représentent pas la majorité des fonds mobilisables pour le financement de long terme des entreprises, **ils sont toutefois représentatifs d'une diversité de situations**, quant à la nature de leurs engagements (retraite par répartition, retraite par capitalisation, épargne de particuliers, autres engagements...), à leur statut juridique (public, privé, associatif...) et à leur cadre prudentiel (réglementation interne, code des assurances, code des marchés financiers...) qui peut permettre de tirer de leur analyse des observations applicables, *mutatis mutandis*, à d'autres structures dont les caractéristiques sont proches.

2.1.2. Les organismes étudiés font face à des contraintes de passif variées, tant par leur nature que par leur horizon de réalisation

2.1.2.1. La durée des passifs, si elle est globalement longue, est cependant très contrastée

La nature différente des passifs des organismes étudiés induit des différences significatives dans leur horizon d'investissement ou dans leur durée⁴⁹.

Certains ont ainsi des **horizons d'investissement théoriquement finis**, d'une durée variable. C'est notamment le cas pour :

- ◆ le fonds de réserve des retraites, qui est aujourd'hui géré en extinction. Il est prévu qu'il délivre des flux jusqu'en 2024, date à laquelle le reliquat des fonds fera retour à la CADES ;
- ◆ les régimes de retraite par répartition, dont les réserves n'ont pas vocation à être permanentes⁵⁰. La durée de vie des réserves dépend des paramètres retenus pour le pilotage du régime. Ainsi, pour l'IRCANTEC, il est prévu que ses réserves s'épuisent à horizon 2048 en moyenne (la durée du passif est d'environ 20 ans). Pour l'AGIRC-

⁴⁹ La durée correspond à la durée de vie moyenne pondérée par la valeur actualisée des flux financiers. Elle est l'un des paramètres importants utilisés pour réaliser l'adossé actif/passif.

⁵⁰ Sauf pour certaines à considérer qu'il est nécessaire de constituer une réserve de précaution pérenne, destinée à faire face aux aléas économiques. C'est par exemple le souhait des gestionnaires de l'AGIRC-ARRCO.

Rapport

ARRCO, au vu des prévisions de consommation des réserves, celles-ci devraient en revanche être intégralement consommées à horizon 2024, sauf à ce que soient modifiés d'ici là les paramètres de leur gestion ;

- ◆ les exploitants des installations nucléaires de base, dont les provisions seront consommées progressivement, en fonction d'un scénario de décaissement prenant en compte le calendrier de démantèlement de leurs installations. Dans la mesure où une part importante de ces engagements est aujourd'hui très lointaine, le passif de ces organismes a une durée importante (20 ans pour Areva, 25 ans pour EDF).

D'autres ont des **horizons d'investissement théoriquement infinis**. C'est le cas :

- ◆ des régimes par capitalisation, ou assimilés, tels que l'ERAFP et la Préfon : leurs provisions ont vocation à être durablement couvertes par des actifs, ce d'autant plus que la sortie s'effectue essentiellement en rente, au départ à la retraite du salarié. Ces régimes ont également des durées longues, respectivement de 16,4 ans pour l'ERAFP et 14,8 ans pour la Préfon ;
- ◆ des plans d'épargne salariale. Ces plans, collectifs par nature, sont pérennes au-delà de la durée de participation de chacun des salariés. La durée des passifs n'a pas été communiquée à la mission, mais les éléments disponibles indiquent que celle-ci est faible pour les PEE, dont la durée de blocage n'est que de 5 ans, et qui font l'objet de nombreux débloquages anticipés, et plus importante pour les PERCO, dont la sortie ne s'effectue en théorie qu'à la retraite du salarié.

2.1.2.2. La contrainte de liquidité est variable

La contrainte de liquidité à laquelle doivent faire face les différents régimes dépend des flux de passif prévisibles qu'ils doivent être en mesure d'honorer. Ils varient fortement entre les différents acteurs étudiés.

En fonction des éléments communiqués à la mission par les différents acteurs, et de leur propre appréciation sur leur adossement actif/passif, la contrainte de liquidité actuelle apparaît :

- ◆ **forte** pour :
 - l'AGIRC-ARRCO, qui a connu en 2012 un déficit technique de 6 Md€, financé par la consommation de réserves, et devrait connaître une situation similaire dans les années à venir, au vu de l'équilibre démographique et des paramètres techniques des régimes ;
 - les plans d'épargne d'entreprise, qui ont connu en 2012 des flux sortants de 9,4 Md€ (soit 12,4 % de leur montant total), et dont 43 % des fonds sont en outre immédiatement disponibles, dans la mesure où ils ont dépassé la durée de blocage de 5 ans ;
- ◆ **moyenne** pour le FRR, qui doit délivrer chaque année jusqu'en 2024 un flux de 2,1 Md€ (flux porté à 5,7 Md€ en 2020, année du versement de la soulte CNIEG). Ce flux est financé pour partie par des coupons et dividendes, mais aussi, pour une part importante, par la réalisation d'actifs. Le montant actuel des actifs et la performance attendue devrait toutefois permettre de faire face aux flux prévisionnels de passif en ne consommant que 50 % des réserves à horizon 2024 ;
- ◆ **modérée** pour :
 - les PERCO, qui sont en phase de montée en charge et sont théoriquement bloqués jusqu'à la retraite du salarié. Toutefois, il existe quelques cas de débloquage anticipé. En outre, la sortie s'effectue essentiellement en capital, plutôt qu'en rente, au moment de la retraite. En 2012, les flux sortants des PERCO ont représenté 221 M€ (soit 4 % du total des actifs) ;

Rapport

- les gestionnaires des exploitations nucléaires de base, dont les flux de dépenses importants n'interviendront qu'à un horizon temporel éloigné ;
- l'IRCANTEC, dont les réserves sont en phase de croissance, et ne devraient commencer à être consommées qu'à partir de 2025 ;
- ◆ **faible** pour :
 - l'ERAFP, qui devrait rester structurellement excédentaire jusqu'en 2028 au moins ;
 - la Préfon, qui devrait rester structurellement excédentaire jusqu'en 2030.

2.1.2.3. L'objectif de rendement diffère sensiblement

L'objectif de rendement des différents acteurs dépend également fortement de la nature de leur passif :

- ◆ les gestionnaires d'exploitations nucléaires de base font face à une contrainte de rendement importante. Leur passif correspond en effet à la valeur du coût futur des charges de fin de cycle des installations nucléaires, actualisée selon une formule définie par voie réglementaire, et qui aboutit à un taux d'actualisation de 4,8 % en 2013. Dès lors, le montant de leurs provisions doit augmenter chaque année, en l'absence même de modification du montant prévisionnel des charges, d'un montant équivalent à la « charge de désactualisation », soit 4,8 %. Ceci implique que les actifs doivent permettre de dégager un rendement nominal régulièrement supérieur à 4,8 %, et produire en outre suffisamment de revenus (coupons et dividendes) pour couvrir les dépenses de l'année, faute de quoi les provisions devront être réabondées à partir de la trésorerie de l'entreprise. EDF et Areva, entreprises cotées, sont ainsi particulièrement sensibles à la nécessité de ne pas mobiliser excessivement leur trésorerie, et donc, de dégager un rendement suffisant de leurs actifs ;
- ◆ la Préfon, qui est un régime « à prestations définies », doit obtenir le rendement nécessaire pour que ses actifs permettent de servir le niveau de pension garanti à ses cotisants ;
- ◆ l'ERAFP, qui est un régime « à cotisations définies », dispose de plus de flexibilité pour fixer son objectif de rendement. Le rendement de ses actifs doit lui permettre de maintenir son ratio de financement⁵¹ au-dessus de 100 %. L'augmentation du rendement de ses actifs peut toutefois lui permettre de servir à ses pensionnés des rentes plus élevées ;
- ◆ les fonds de réserve (FRR, AGIRC-ARRCO, IRCANTEC), fixent leur objectif de rendement en fonction de leur contrainte de pérennité (horizon auquel leurs réserves devraient être intégralement consommées).

⁵¹ Le ratio de financement (ou *funding ratio*) correspond au rapport entre la valeur des actifs et la valeur actualisée du passif.

2.1.2.4. Certains acteurs font face à des contraintes spécifiques

Le **cas de l'épargne salariale** est très spécifique, dans la mesure où l'allocation des actifs des plans d'épargne salariale ne résulte pas, contrairement à ce qui se produit pour tous les autres acteurs étudiés, d'une analyse globale et centralisée d'adéquation entre actif et passif, mais d'une somme de décisions individuelles. En effet, l'allocation finale des fonds déposés sur les plans d'épargne salariale dépend :

- ◆ de la composition des fonds constitués par les sociétés gestionnaires de l'épargne salariale, qui proposent les fonds de leur « catalogue » aux entreprises souhaitant mettre en place un plan d'épargne salariale ;
- ◆ de la décision des entreprises quant à la sélection des fonds qu'elles vont proposer à leurs salariés, qu'il s'agisse de fonds préexistants offerts par une société de gestion, ou de fonds constitués « sur mesure » à la demande de l'entreprise ;
- ◆ de la décision des salariés, qui choisissent d'allouer leur épargne à l'un des fonds proposés par leur entreprise.

Les fonds d'épargne salariale ne subissent pas de contrainte directe de rendement : celui-ci dépend du « profil de risque » des fonds dans lesquels le salarié choisit d'investir ses actifs. L'amélioration du rendement peut toutefois constituer un argument commercial favorable pour la société de gestion.

2.1.3. Les actifs des organismes étudiés contribuent de manière significative au financement de long terme des entreprises françaises, mais la part qui se dirige vers les PME et les ETI est faible, tant en valeur absolue que par comparaison avec les organismes étrangers

2.1.3.1. La détention d'actifs peut contribuer de plusieurs manières au financement de long terme des entreprises en général, et des PME et ETI en particulier

2.1.3.1.1. Parmi les actifs que peuvent détenir les investisseurs institutionnels, seules certaines catégories contribuent au financement de long terme des PME et ETI

Les fonds dont disposent des investisseurs institutionnels peuvent être investis dans différentes classes d'actifs, dont les principales sont présentées dans l'encadré ci-dessous.

Encadré 5 : Principales classes d'actifs accessibles aux investisseurs institutionnels

Les principales classes d'actifs détenues par les investisseurs institutionnels, présentées de manière non exhaustive, sont :

- les **actions**, titres de propriété délivrés par une société de capitaux, qui confèrent à leur détenteur la propriété d'une partie du capital et les droits qui y sont associés (intervention dans la gestion de l'entreprise et perception d'un dividende) ;
- les **obligations**, titres de créances représentatifs d'un emprunt. Les obligations sont cessibles et peuvent faire l'objet d'une cotation sur une bourse. Une obligation donne lieu au versement d'un taux d'intérêt fixe, identique chaque année, appelé coupon obligataire, versé par l'emprunteur, et au remboursement du capital à l'échéance. Les obligations peuvent être émises par un État (obligation souveraine), une entreprise ou un organisme public, ou une collectivité locale (obligation publique), ou encore un acteur privé, entreprise, association ou tout autre personne morale (on parle alors d'obligation *corporate*, ou obligation d'entreprise) ;
- les **titres de créance négociables** ou « **titres monétaires** », billets à ordre représentatifs d'un droit de créance. Il s'agit de titres à court terme, qui peuvent être émis par des États (bons du trésor), par des entreprises (billets de trésorerie) ou par des établissements bancaires (certificats de dépôt) ;

Rapport

- les **actifs dits « alternatifs »**, parmi lesquels figurent notamment :
 - l'**immobilier**, qui peut prendre la forme de droits réels immobiliers ou de parts ou actions de sociétés immobilières ou d'organismes de placement collectifs dans l'immobilier ;
 - le **capital-investissement**, qui consiste à acquérir des titres de sociétés non cotées ;
 - l'investissement dans des projets d'**infrastructures** ;
 - les **produits dérivés financiers**, contrats qui fixent des flux financiers futurs fondés sur ceux d'un actif sous-jacent. Il peut s'agir notamment de transactions à terme, de gré à gré (*forward*) ou sur un marché à terme organisé (*future*), de contrats d'échange de flux financiers (*swaps*), ou d'options ;
 - d'autres types d'actifs tels que les matières premières, les œuvres d'art, le vin...

Ces actifs financiers peuvent être détenus par les investisseurs **soit en direct, soit par l'intermédiaire de fonds communs de placement.**

Source : Mission.

Parmi ces catégories d'actifs, seules certaines contribuent directement au financement de long terme des entreprises. La mission a considéré que les classes d'actifs suivantes contribuaient à titre principal au financement de long terme des entreprises :

- ◆ les actions d'entreprises cotées ;
- ◆ les obligations ou les créances à long terme d'entreprises ;
- ◆ le capital-investissement.

Si l'on considère plus particulièrement le financement de long terme des PME et ETI⁵², celui-ci peut donc intervenir par l'intermédiaire de trois types d'instruments financiers :

- ◆ les actions de PME et ETI cotées. En France, ces entreprises sont cotées sur la plateforme Alternext⁵³, ou au sein des compartiments B et C des marchés d'Euronext⁵⁴ ;
- ◆ les obligations ou créances à long terme de PME et ETI, cotées ou non cotées ;
- ◆ le capital-investissement, dont l'activité est essentiellement concentrée sur les PME et les ETI.

⁵² L'INSEE définit les PME comme les entreprises qui occupent moins de 250 personnes et qui ont un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 M€ ou un total de bilan n'excédant pas 43 M€. Les ETI sont les entreprises qui ont entre 250 et 4999 salariés, et dont le chiffre d'affaires n'excède pas 1,5 Md€ ou dont le total de bilan n'excède pas 2 Md€.

⁵³ Alternext est une plateforme de transactions organisée créée en 2005 par Euronext Paris à destination des petites et moyennes entreprises de la zone euro.

⁵⁴ Euronext est un groupe européen d'entreprises de marchés financiers, auquel appartient notamment le marché réglementé français (Euronext Paris). Les marchés du groupe Euronext sont organisés en trois compartiments, correspondant à différents niveaux de capitalisation des entreprises : inférieure à 150 M€ pour le compartiment C, comprise entre 150 M€ et 1 Md€ pour le compartiment B, supérieure à 1 Md€ pour le compartiment A. Les compartiments B et C ne recouvrent donc qu'imparfaitement la catégorie des « PME et ETI » cotées sur Euronext (certaines des plus grandes ETI peuvent être cotées au compartiment A), mais en constituent une bonne approximation.

2.1.3.1.2. Les actifs financiers qui contribuent au financement des PME et ETI possèdent des caractéristiques particulières

Encadré 6 : Principaux modes de détention des actifs contribuant au financement de long terme des PME et ETI

Les actifs contribuant au financement des PME et ETI peuvent être détenus par les acteurs institutionnels par l'intermédiaire de plusieurs types de véhicules d'investissement de droit français.

1. Le capital-investissement

Les participations en capital-investissement peuvent être détenues en direct par les investisseurs institutionnels. Toutefois, elles sont le plus souvent détenues à travers des fonds communs de placement. Le véhicule le plus couramment proposé aux investisseurs institutionnels en France est le fonds commun de placement à risques (FCPR). Le FCPR est une copropriété de valeurs mobilières à durée de vie limitée, détenue par les investisseurs - ou souscripteurs - et dont la gestion est confiée à une société de gestion selon des règles spécifiées dans le règlement du fonds. Pendant la durée de vie d'un FCPR, en moyenne de dix à quinze ans, deux périodes se succèdent :

- au cours de la période d'investissement, d'une durée de trois à cinq ans, les engagements des souscripteurs sont progressivement libérés par appels successifs de la société de gestion. Représentant des tranches de 5 à 10 %, ces tirages sont effectués en fonction des besoins des équipes de gestion pour réaliser les investissements dans les entreprises sélectionnées ;
- au cours de la deuxième période, les gestionnaires s'attachent à faire fructifier les participations du portefeuille par un suivi actif avant d'en préparer la cession. Les sorties s'effectuent par cessions industrielles auprès d'une autre entreprise, ou bien dans le cadre d'une introduction en bourse, ou vers un autre fonds d'investissement.

Le produit des cessions est distribué aux souscripteurs au fur et à mesure de leur encaissement. Ces distributions s'effectuent principalement sous forme monétaire, ou exceptionnellement par remise de titres des sociétés après cotation. Selon le rythme d'acquisition des participations pendant la phase d'investissement et la capacité des équipes de gestion à en assurer la sortie pendant la phase de réalisation, le profil des flux financiers - fréquences d'appels et de distributions - et la durée complète d'un fonds sont assez variables.

Il existe aussi des fonds de fonds de capital-investissement, qui investissent eux-mêmes en parts de FCPR. Le recours à un fonds de fonds permet de diversifier les risques.

Il existe également d'autres formes de véhicules de capital-investissement, qui sont toutefois plutôt destinées aux particuliers (fonds communs de placement dans l'innovation - FCPI et fonds d'investissement de proximité - FIP) ou à certaines institutions spécialisées (sociétés de capital-risque - SCR).

Le taux de rendement interne (TRI) net depuis l'origine du capital investissement en France s'élevait, à fin 2012, à 8,58 %⁵⁵. Il recouvre toutefois de fortes variabilités, avec des possibilités de perte en capital : à fin 2012, le TRI moyen de chacun des quatre quartiles des fonds de capital investissement s'élevait respectivement à -9,7 %, -2,6 %, +2,6 % et +18,7 %. La capacité à sélectionner des équipes de gestion performantes est ainsi un risque important dans la mise en œuvre d'investissements en capital-investissement.

2. Les obligations et créances de long terme de PME et ETI

Les PME et ETI peuvent se financer par obligations, soit en émettant des obligations cotées sur un marché, soit en recourant au placement privé (émission d'obligations non ouverte au public, réservée aux investisseurs institutionnels et qualifiés). Ces obligations peuvent être détenues par des investisseurs en direct, ou via des fonds communs de placement.

Une catégorie particulière de fonds communs de placement dans la dette des PME et ETI a été créée par le décret du 2 août 2013 modifiant certaines règles d'investissement applicables aux assureurs : les fonds de prêt à l'économie (FPE). Ces fonds prennent la forme de fonds communs de titrisation, fonds

⁵⁵ AFIC et Ernst&Young, performance nette des acteurs français du capital-investissement à fin 2012, 4 juillet 2013.

Rapport

d'investissement spécialisés dont l'objet est l'achat et le refinancement de créances. Un compartiment spécial est réservé à ces fonds au sein de la réglementation prudentielle applicable aux sociétés d'assurance.

La plupart des fonds investissant dans les obligations de PME/ETI ont une durée de vie comprise entre 5 et 7 ans.

Les obligations de PME/ETI offrent un rendement généralement plus élevé que celui des grandes entreprises, qui va de pair avec un risque de défaillance plus élevé : la plupart des fonds investissant en obligations de PME/ETI sur le marché français indiquent une cible de rendement de ces obligations comprise entre 3 et 7 % par an.

3. Les actions de PME et ETI cotées

Les actions de PME et ETI sont émises sur les plateformes Alternext ou Euronext (compartiments B et C). Elles peuvent être souscrites par les investisseurs en direct ou par l'intermédiaire de fonds communs de placement. La durée du placement en actions de PME/ETI n'est pas nécessairement fixée par avance (sauf dans le cas de fonds qui prévoient explicitement une durée prédéfinie), mais ces placements sont généralement détenus à moyen ou long terme, dans la mesure où cette classe d'actifs peut connaître une volatilité importante à court terme, et une liquidité faible, qui peuvent être compensées par une performance significative à long terme. La performance annuelle moyenne des titres de PME et ETI cotées en Europe s'est établie entre 2001 et 2013 à 8 % par an, contre 1,8 % par an pour les grandes capitalisations⁵⁶.

Source : Mission.

Les différents actifs financiers qui contribuent au financement de long terme des PME et ETI présentent plusieurs caractéristiques communes :

- ◆ un **horizon d'investissement généralement long**. Ceci est particulièrement vrai pour le capital investissement (10 à 15 ans), et dans une moindre mesure pour la dette (5 à 7 ans) et les actions de PME et ETI ;
- ◆ **une faible liquidité**. Les parts de fonds de capital-investissement peuvent difficilement être revendues avant l'échéance du fonds (le marché secondaire demeure peu développé). Pour les actions et obligations de PME/ETI, les marchés étant à ce stade peu profonds et peu liquides, la revente de titres peut nécessiter un délai significatif ;
- ◆ **un risque significatif**, de volatilité (actions) ou de perte en capital ;
- ◆ **un rendement moyen élevé**. Le rendement de ces classes d'actifs est globalement supérieur à celui des actions et obligations de grandes entreprises, et, *a fortiori*, des obligations d'État⁵⁷. Ceci résulte à la fois d'un risque accru et d'une « prime d'illiquidité ».

2.1.3.2. Les actifs des organismes étudiés contribuent pour une part très limitée au financement des PME et ETI françaises

Encadré 7 : Définition des actifs contribuant au financement des entreprises françaises et au financement des PME/ETI françaises

La mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement des entreprises françaises :

- les actions émises en France ;
- les obligations émises en France ;
- le capital-investissement dans des entreprises ayant une activité en France.

Par ailleurs, la mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement des PME/ETI françaises :

⁵⁶ Allianz global investors Capital markets & Thematic research, *Is small beautiful*, Octobre 2013. Comparaison réalisée à partir de la performance des indices MSCI Europe Small caps total return et MSCI Europe large caps total return, entre le 1^{er} janvier 2001 et le 30 septembre 2013.

⁵⁷ Le rendement de l'OAT française à 10 ans s'élevait, à fin novembre 2013, à 2,26%.

Rapport

- les actions émises en France dans les compartiments B et C d'Euronext, ainsi que sur Alternext ;
- les obligations émises en France par des entreprises non cotées, ou cotées dans les compartiments B et C d'Euronext, ou cotées sur Alternext ;
- l'investissement en capital dans les entreprises ayant une activité en France.

Les informations sur la composition du portefeuille ont été fournies à la mission par chaque organisme, « en transparence » des fonds communs de placement (une action ou une obligation détenue au travers d'un fonds de commun de placement a ainsi été comptabilisée dans la catégorie action ou obligation).

La composition du portefeuille d'actifs de chaque organisme est présentée au 31 décembre 2012.

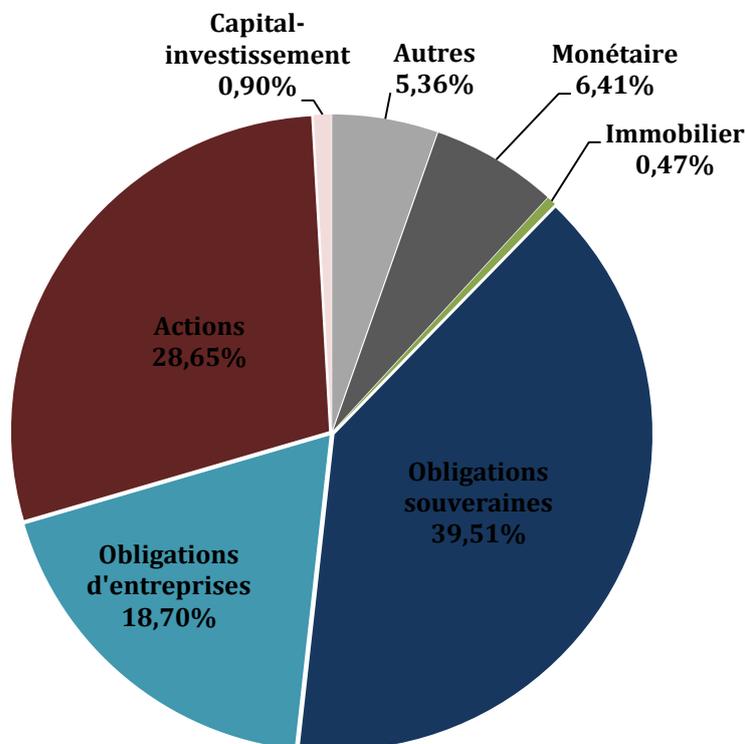
La mission n'a pas pu obtenir ces données sous forme harmonisée de la part des organismes gestionnaires d'épargne salariale. En effet, ces données ne sont pas collectées au niveau agrégé. La mission a sollicité les principaux gestionnaires d'actifs en épargne salariale afin de les obtenir auprès d'eux et d'en réaliser l'agrégation. Ceux-ci n'ont toutefois pas été en mesure de fournir des données standardisées selon les mêmes catégories que les autres acteurs étudiés par la mission. De ce fait, l'épargne salariale fait l'objet d'une analyse à part.

Source : Mission IGF.

2.1.3.2.1. L'allocation d'actifs des différents acteurs consacre une part significative aux produits contribuant au financement de long terme des entreprises

Les organismes étudiés consacrent, en moyenne, **une part importante aux produits contribuant au financement de long terme des entreprises**. Ils détiennent ainsi, en moyenne, 28,65 % d'actions et 18,70 % d'obligations d'entreprises. Le capital-investissement représente en revanche une part très faible du portefeuille de ces organismes (0,90 % en moyenne).

Graphique 6 : Allocation moyenne d'actif des organismes étudiés au 31 décembre 2012 (hors épargne salariale)



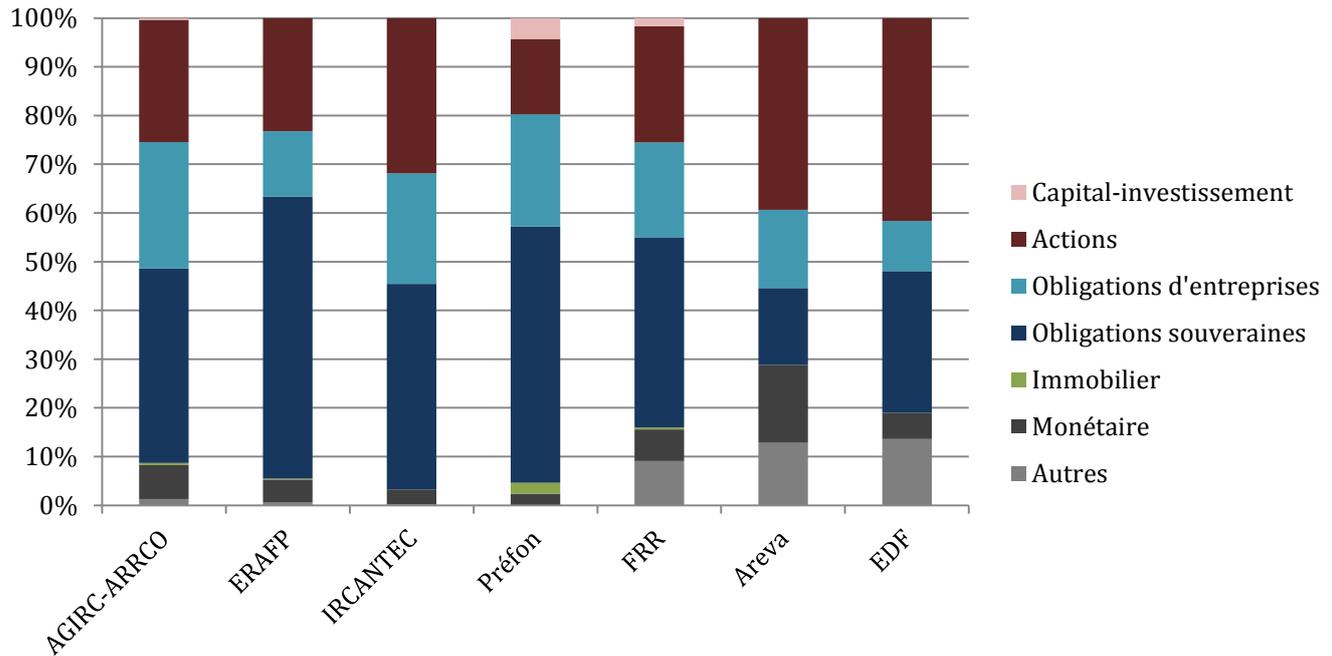
Source : Mission.

Rapport

Ce constat général recouvre toutefois une **forte hétérogénéité** entre les organismes. Ainsi :

- ◆ l'allocation en actions varie de 15,5 % pour la Préfon à 41,6 % pour EDF⁵⁸ ;
- ◆ l'allocation en obligations d'entreprises représente 10,3 % pour EDF, mais jusqu'à 25,9 % pour l'AGIRC-ARRCO ;
- ◆ le capital-investissement est absent de l'allocation d'actifs de quatre des sept acteurs étudiés (ERAFP, IRCANTEC, EDF, Areva), mais représente pour l'un d'entre eux une part significative de ses actifs (4,06 % pour la Préfon).

Graphique 7 : Allocation d'actifs des organismes étudiés au 31 décembre 2012 (hors épargne salariale)



Source : Mission.

2.1.3.2.2. La contribution des acteurs étudiés au financement de long terme des entreprises françaises est significative, tant en volume qu'en proportion de leurs avoirs

La contribution des organismes étudiés au financement de long terme des entreprises françaises s'élève à 20 Md€, dont 9,6 Md€ en actions, 10,0 Md€ en obligations et 0,3 Md€ en capital-investissement.

⁵⁸ Pour EDF, la participation dans Réseau de transport d'électricité (RTE), dont 50% est placée au sein des actifs dédiés, est comptabilisée dans la catégorie « autres », et non dans la catégorie « actions », conformément au suivi réalisé par l'opérateur lui-même pour cet actif d'une nature particulière.

Rapport

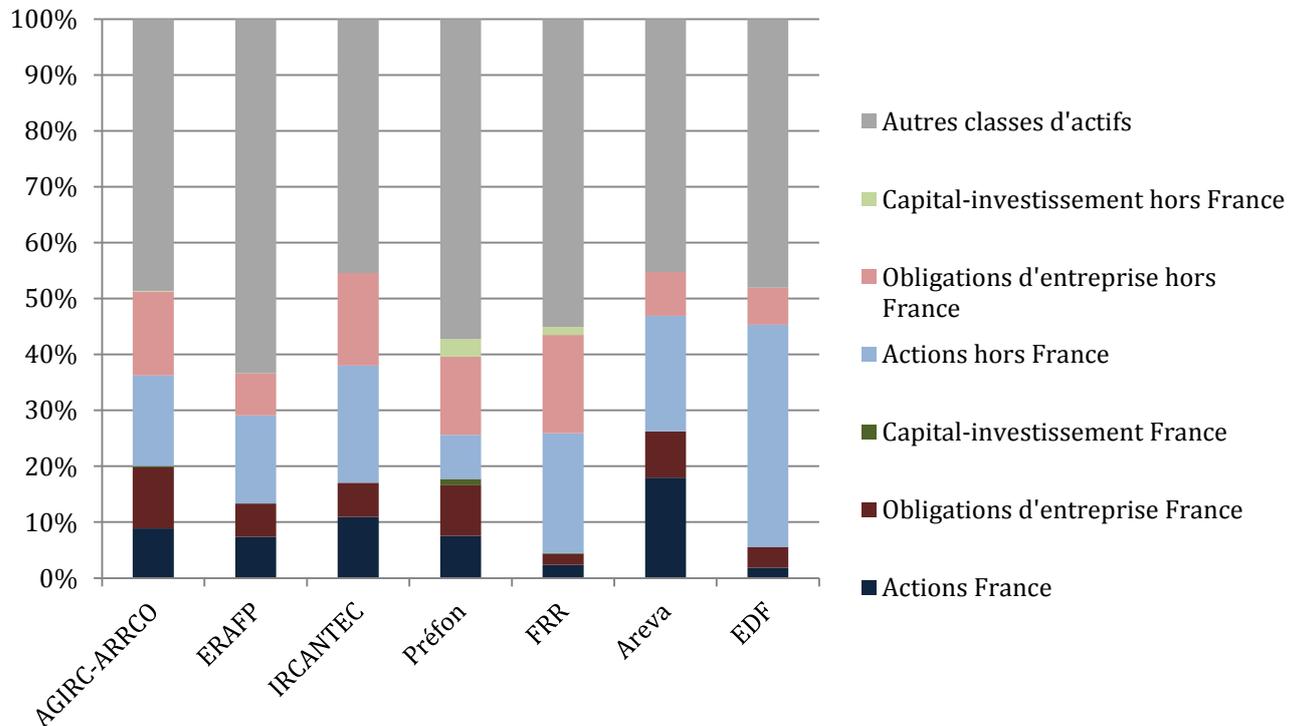
Tableau 7 : Montant des actifs des organismes étudiés qui contribuent au financement de long terme des entreprises françaises (en millions d'euros, au 31 décembre 2012)

	Actions	Obligations d'entreprises	Capital-investissement	Total
AGIRC-ARRCO	4 777	5 974	124	10 875
ERAFP	995	798	0	1 793
IRCANTEC	728	407	0	1 135
Préfon	864	1 031	127	2 022
FRR	871	704	70	1 645
Areva	1 038	477	0	1 515
EDF	326	643	0	969
Total	9 599	10 034	321	19 954

Source : Mission.

Ce montant, très significatif (près de 20 milliards d'euros), représente par ailleurs **une part conséquente de leurs actifs, de 19,3 % en moyenne**, cette proportion variant toutefois de 26,3 % pour Areva à 5,4 % pour EDF⁵⁹.

Graphique 8 : Actifs des organismes qui participent au financement de long terme des entreprises (en France et hors de France) au 31 décembre 2012



2.1.3.2.3. Source : Mission. Parmi les actifs des organismes étudiés, seule une faible part contribue au financement des PME et ETI françaises

Au sein des actifs des organismes étudiés, ceux qui contribuent au financement de long terme des PME et ETI françaises représentent une part très limitée. Au total, les sept organismes étudiés hors épargne salariale détiennent 593 M€ d'actifs appartenant aux différentes classes qui contribuent au financement des PME et ETI françaises.

⁵⁹ Hors participation dans RTE. Si l'on inclut cette participation, la proportion des actifs d'EDF participant au financement de long terme des entreprises françaises s'établit à 19%, proche de la moyenne des autres organismes.

Rapport

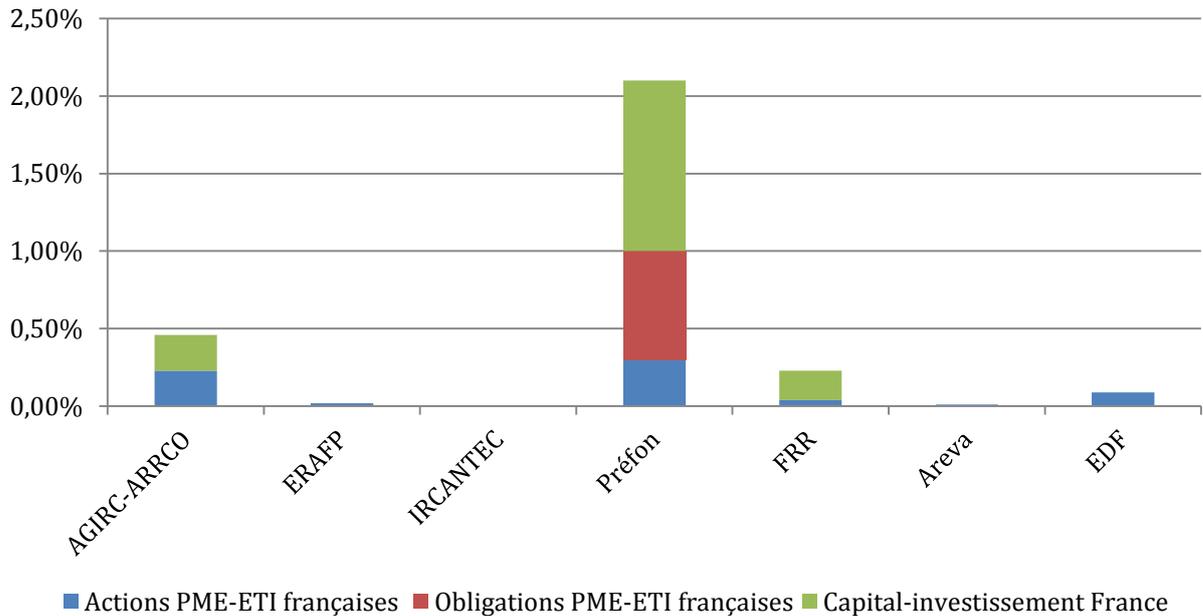
Tableau 8 : Actifs des organismes étudiés qui contribuent au financement de long terme des PME et ETI françaises (en millions d'euros)

	Actions PME-ETI françaises	Obligations PME-ETI françaises	Capital-investissement France	Total
AGIRC-ARRCO	122	0	124	245
ERAFP	2	0	0	2
IRCANTEC	0	0	0	0
Préfon	35	83	127	245
FRR	14	0	70	83
Areva	1	0	0	1
EDF	16	0	0	16
Total	190	83	321	593

Source : Mission.

La part des actifs contribuant au financement des PME et ETI françaises représente en moyenne 0,4 % de l'actif total des organismes. Si un seul d'entre eux ne détient aucun actif de ce type (IRCANTEC), tous les autres en détiennent pour un montant très limité (représentant moins de 0,5 % de leurs actifs), à l'exception de la Préfon, pour laquelle ces actifs représentent 2,1 % du total de ses fonds. La Préfon était par ailleurs la seule, au 31 décembre 2012, à détenir des obligations de PME et ETI.

Graphique 9 : Part de l'actif des organismes étudiés qui contribue au financement des PME et ETI françaises (au 31 décembre 2012)



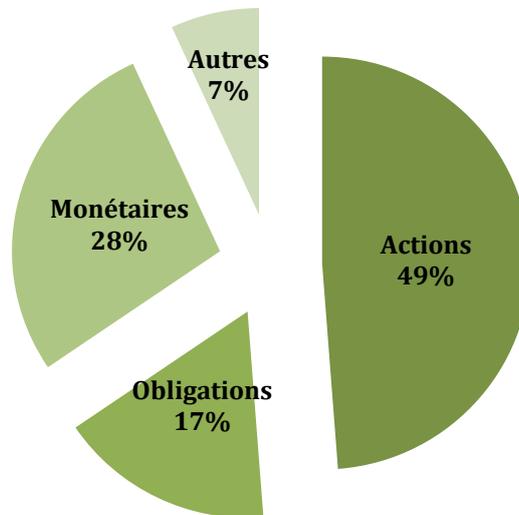
Source : Mission.

Rapport

2.1.3.2.4. *Les actifs de l'épargne salariale contribuent également de manière importante au financement de long terme des entreprises françaises, selon des modalités toutefois distinctes des autres organismes étudiés*

Les actifs en épargne salariale contribuent également de manière significative au financement des entreprises. La mission n'a pas pu disposer, comme pour les autres organismes, de données standardisées collectées auprès des gestionnaires d'épargne salariale. Toutefois, les données agrégées, collectées chaque année par l'association française de la gestion financière (AFG), indiquent que les fonds communs de placement en entreprise (FCPE), qui constituent 98 % des placements réalisés sur les plans d'épargne salariale (PEE et PERCO), sont très fortement alloués en actions.

Graphique 10 : Composition des actifs des FCPE au 31 décembre 2012



Source : Mission, d'après AFG.

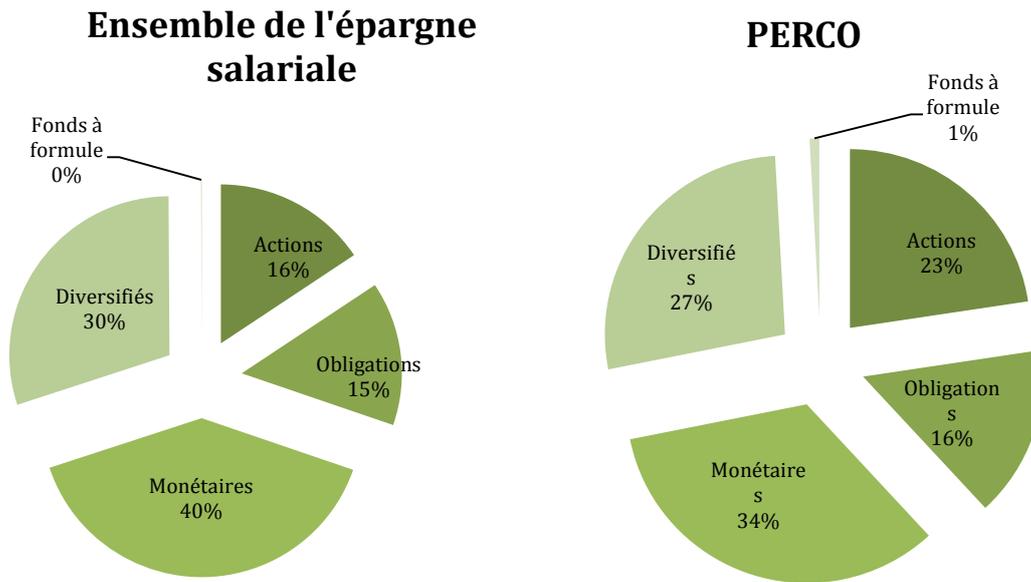
Les actifs des FCPE sont fortement concentrés sur la France : 81,5 % de l'ensemble des actifs détenus dans les FCPE au 31 décembre 2012 ont été émis en France. C'est en particulier le cas de 83,5 % des actions, et de 65,1 % des obligations (sans qu'il soit possible de distinguer entre les obligations d'entreprises et les obligations souveraines).

Cette particularité dans l'allocation d'actifs s'explique notamment par l'existence de FCPE dits « d'actionnariat salarié », qui peuvent comprendre entre 30 % et 100 % de titres de l'entreprise qui a mis en place le plan d'épargne salariale. Ces FCPE rassemblent 37 % du total des actifs au sein des plans d'épargne salariale.

Le détail des actifs des FCPE dits « diversifiés » (hors FCPE d'actionnariat salarié) n'est pas disponible. Si l'on examine toutefois la nature de ces FCPE, selon la classification de l'AMF⁶⁰, on constate que la majorité des fonds sont monétaires ou diversifiés, les fonds actions ne représentant qu'une faible part des actifs (16 %). Le constat est similaire si l'on considère les seuls PERCO, avec une part des FCPE actions toutefois légèrement supérieure (23 %).

⁶⁰ La classification des OPCVM agréés par l'AMF résulte de l'instruction AMF n°2005-02 du 25 janvier 2005. Les OPCVM sont classés, selon leur stratégie d'investissement et de la zone géographique de sélection de leurs actifs, en onze catégories au sein de six grandes familles (actions, obligations, monétaires, diversifiés, fonds à formule, fonds alternatifs). Ces OPCVM ne sont toutefois pas investis en totalité dans la classe d'actifs dont ils tirent leur nom (les OPCVM actions doivent être investis en actions à au moins 60%, les OPCVM obligataires peuvent également être investis en actions dans la limite de 10% de leurs actifs, etc.).

Graphique 11 : Répartition des FCPE « diversifiés » selon la classification AMF



Source : Mission, d'après AFG.

2.1.3.3. Les organismes étudiés contribuent moins au financement des PME et ETI que d'autres organismes comparables

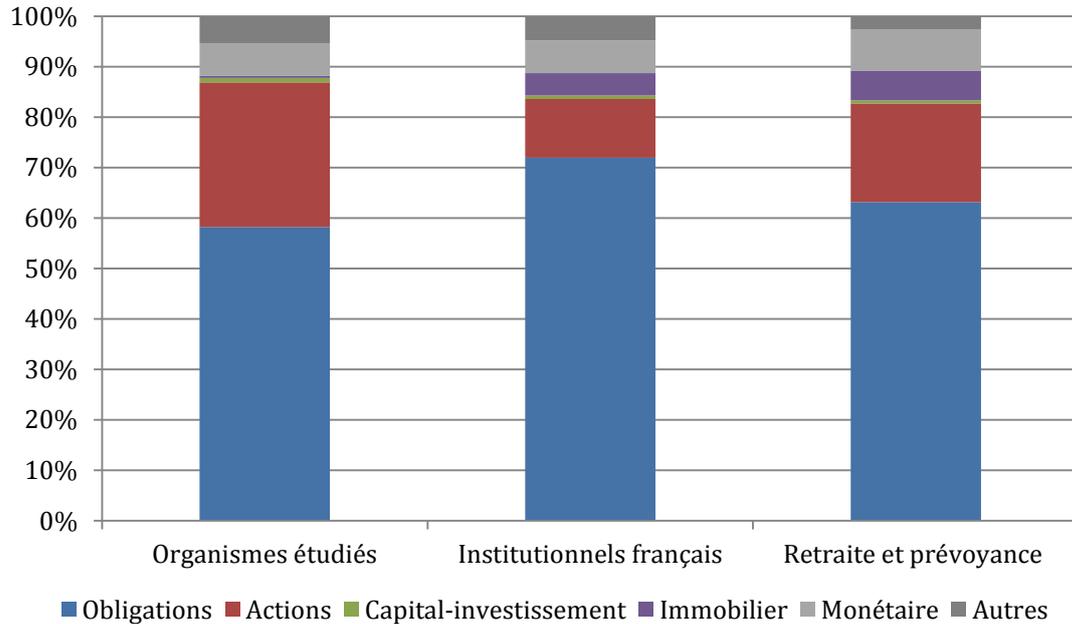
2.1.3.3.1. L'allocation d'actifs des organismes étudiés est proche de l'allocation moyenne des investisseurs institutionnels français

L'étude annuelle conduite par l'association française des investisseurs institutionnels (AF2I) auprès de ses membres permet de comparer l'allocation d'actifs des acteurs étudiés à celle des autres investisseurs institutionnels français. La dernière étude en date, publiée en juillet 2013, portait sur 62 investisseurs gérant des actifs en assurance, retraite-prévoyance et fonds propres, pour un total de 1677 Md€.

L'allocation moyenne des organismes étudiés par la mission est proche de celle des organismes de retraite-prévoyance du panel de l'AF2I, mais présente néanmoins une allocation légèrement plus forte en actions, ce qui est dû notamment à la forte allocation en actions des actifs des exploitants nucléaires.

Rapport

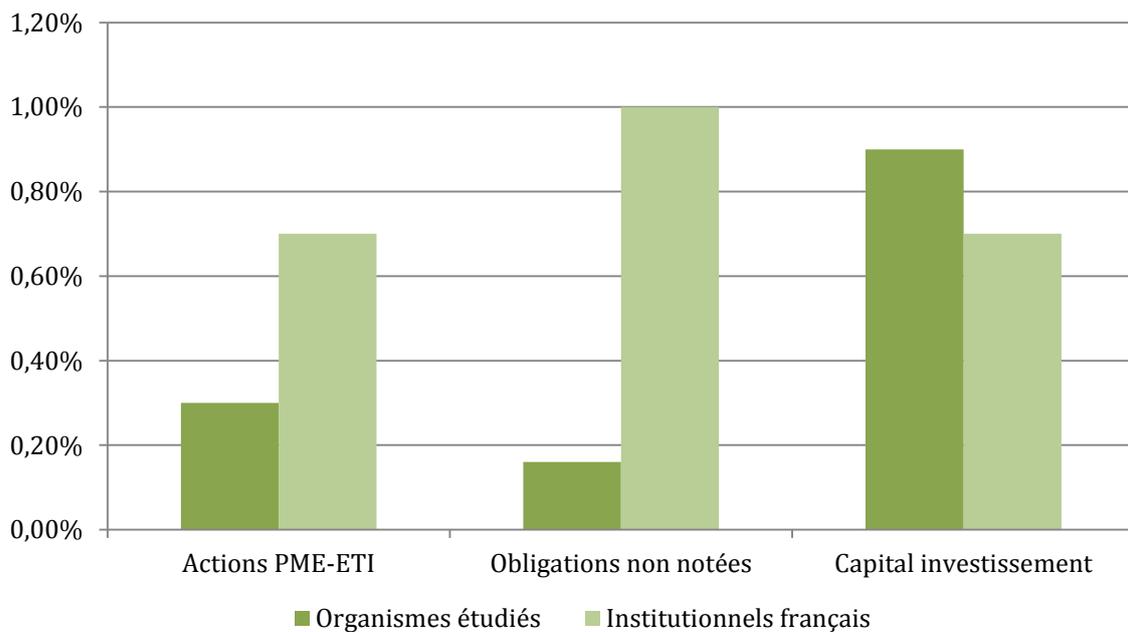
Graphique 12 : Composition des actifs des organismes étudiés et des autres investisseurs institutionnels français (au 31 décembre 2012)



Source : Mission et AF2I.

Les investisseurs institutionnels français, comme les organismes étudiés, détiennent en moyenne une faible part d'actifs contribuant au financement des PME et ETI. La part d'actions de petites et moyennes capitalisations et d'obligations non notées est cependant légèrement supérieure en moyenne chez les institutionnels français que parmi les organismes étudiés par la mission.

Graphique 13 : Actifs contribuant au financement des PME et ETI des investisseurs institutionnels français et des organismes étudiés par la mission (au 31 décembre 2012)



Source : Mission et AF2I.

Rapport

2.1.3.3.2. Les investisseurs institutionnels étrangers détiennent en moyenne plus d'actifs alternatifs que les français, notamment en capital-investissement

Les comparaisons internationales indiquent que les investisseurs institutionnels français, parmi lesquels ceux étudiés par la mission, se caractérisent par une faible détention d'actifs alternatifs (capital-investissement, infrastructure, immobilier, matières premières...).

Une étude récemment publiée par l'OCDE⁶¹ indique ainsi que les acteurs français du secteur de la retraite détiennent en moyenne moins d'actions, mais surtout moins d'actifs alternatifs que ceux des autres pays de l'OCDE.

Tableau 9 : Répartition moyenne des actifs des fonds de pensions et fonds de réserves pour les retraites des pays de l'OCDE en 2012

	Moyenne des fonds de pension	Moyenne des fonds de réserve	Secteur retraite et prévoyance en France	Organismes étudiés
Actions	28 %	27 %	20 %	29 %
Obligations et monétaire	56 %	60 %	71 %	65 %
Actifs alternatifs	16 %	13 %	9 %	6 %

Source : Mission, d'après OCDE.

D'autres études, conduites par le FMI⁶² ou par des cabinets de conseil spécialisés (Towers Watson⁶³, Russel investments⁶⁴) présentent une comparaison plus détaillée par classe d'actifs des portefeuilles des grands fonds de pensions. Ces études indiquent que les fonds de pension détiennent en moyenne plus d'actions (44 %) que les organismes étudiés par la mission, et ont une allocation plus importante en actifs alternatifs (5 % en moyenne en capital investissement, 6 % en immobilier...)

Tableau 10 : Composition des actifs des fonds de pension étrangers

	FMI	Towers Watson	Russel investments	Moyenne	Organismes étudiés
Monétaire	2,4 %	-	-	2,4 %	6,4 %
Actions	44,9 %	47 %	41 %	44,3 %	28,6 %
Obligations	37,1 %	34 %	33 %	34,7 %	58,2 %
Immobilier	5,6 %	-	6 %	5,8 %	0,4 %
Capital-investissement	4,6 %	5 %	5 %	4,9 %	0,9 %
Matières premières	1,0 %	1 %	1 %	1,0 %	-
Infrastructures	-	1 %	1 %	1,0 %	-
Hedgofunds	2,2 %	7 %	7 %	5,4 %	-
Autres	2,1 %	4 %	2 %	2,7 %	5,4 %

Source : Mission, FMI, Towers Watson et Russel Investments.

⁶¹ OCDE, *Annual survey of large pension funds and large public pension reserve funds*, Octobre 2013. Cette étude compare l'allocation d'actifs à fin 2012 de 56 fonds de pensions et 30 fonds publics de réserve pour les retraites.

⁶² Fonds monétaire international, *Global financial stability report*, Chapitre 2 : « Long-term investors and their asset allocation : where are they now ? », septembre 2011. Les comparaisons effectuées se fondent sur l'étude IMF *Survey on global asset allocation*, conduite en avril et mai 2011 auprès des 200 plus gros fonds de pensions mondiaux. Parmi les 200 fonds de pension sollicités, 54 ont accepté de participer à l'étude.

⁶³ Towers Watson, *Global pension assets study 2013*, janvier 2013. L'étude présente l'allocation d'actifs des fonds de pension de sept pays (Australie, Canada, Japon, Pays-Bas, Suisse, Royaume-Uni, États-Unis).

⁶⁴ Russel Investments' *2012 global survey on alternative investing*. L'étude a été conduite auprès de 146 investisseurs institutionnels issus de diverses régions du monde (essentiellement des fonds de pensions, fonds de réserves et fondations).

Rapport

Ces comparaisons ne sont toutefois pas applicables de la même manière à toutes les institutions étudiées par la mission, dans la mesure où une partie d'entre elles (les régimes de l'AGIRC-ARRCO et l'IRCANTEC) correspondent à des régimes par répartition, alors que les fonds de pension qui font l'objet de l'étude du FMI constituent des régimes par capitalisation (comparables en cela à la Préfon ou à l'ERAFP), tandis que le FRR et les fonds nucléaires se rapprochent plutôt des « fonds de réserve » tels qu'étudiés par l'OCDE.

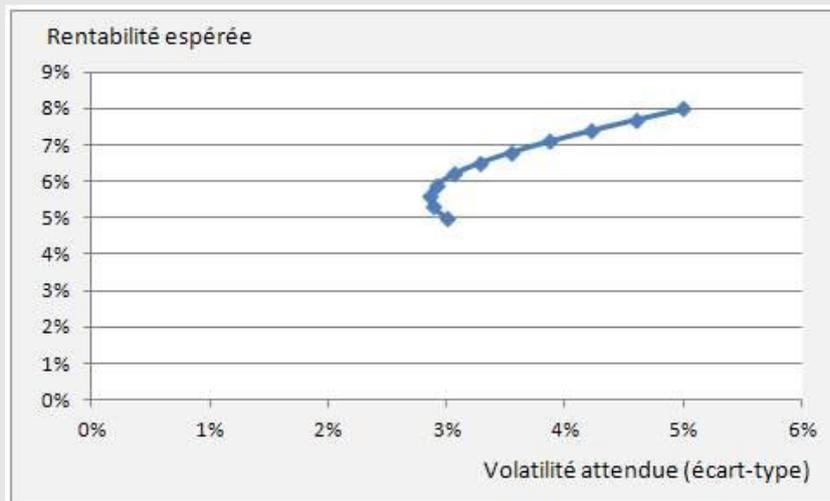
2.1.3.3.3. Les travaux théoriques sur l'allocation optimale de portefeuille des investisseurs institutionnels suggèrent que la détention de produits contribuant au financement des PME et ETI peut être optimale pour ces investisseurs

Encadré 8 : Les bases de la théorie moderne du portefeuille

L'allocation d'actifs a été étudiée par la théorie économique, en particulier à partir des travaux de Markowitz⁶⁵.

L'approche développée par Markowitz, dite « approche moyenne-variance », analyse les choix d'allocation de portefeuille comme la volonté de minimiser le risque (mesuré par la variance) en fonction du niveau de rendement souhaité des actifs. Cette approche permet d'établir pour chaque composition de portefeuille une « frontière efficiente », qui optimise le couple rendement-risque.

Graphique 14 : Représentation graphique de la frontière efficiente d'un portefeuille d'actifs



Cette approche constitue la base du modèle d'évaluation des actifs financiers (modèle dit CAPM pour *capital asset pricing model*), développé en 1964 par William Sharpe⁶⁶, qui permet d'évaluer le taux de rendement attendu par le marché pour un actif financier en fonction de son risque.

Source : Mission.

De nombreuses études, fondées sur la théorie moderne du portefeuille, ont cherché à évaluer la composition du portefeuille optimal d'actifs pour un investisseur institutionnel.

⁶⁵ Harry Markowitz, 1952, « Portfolio selection », in *The Journal of finance*, vol.7 n°1, pp.77-91

⁶⁶ William F. Sharpe, « Capital asset prices : A theory of market equilibrium under conditions of risk », in *The Journal of finance*, vol 19 n°3, pp.425-442.

Rapport

Ainsi, une étude conduite en 2009⁶⁷ a cherché à tester l'effet de l'introduction de sept différentes classes d'actifs alternatifs⁶⁸ dans un portefeuille standard composé d'actions, d'obligations et de liquidités. Cet article conclut que l'introduction dans un portefeuille d'obligations à haut rendement (parmi lesquelles on peut classer les obligations de PME/ETI), d'immobilier et de matières premières permet d'augmenter le rendement d'un portefeuille pour un même niveau de risque.

L'effet de l'introduction du capital-investissement dans un portefeuille d'actifs est cependant moins clair. La même étude suggère que cette classe d'actifs conduit simplement à augmenter le rendement du portefeuille en augmentant son risque, sans déplacer sa « frontière efficiente ». Une autre étude conduite en 2007⁶⁹, qui étudie plus spécifiquement l'impact de l'introduction du capital-investissement dans un portefeuille d'actifs, apporte une conclusion similaire : le capital-investissement permet d'augmenter le rendement en augmentant également le risque, sauf pour un niveau de risque initial du portefeuille déjà très élevé (plus de 85 % investis en actions). Philippe Trainar, directeur des affaires économiques, financières et internationales de la fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), estimait, dans une étude publiée en 2004⁷⁰, que le niveau optimal de détention de capital-investissement dans le portefeuille des sociétés françaises d'assurance, estimé à partir d'un modèle CAPM élargi, était d'environ 2 % (avec toutefois une forte variabilité en fonction de la nature de leur passif).

2.2. Le développement des placements contribuant au financement des PME et ETI françaises est limité à la fois par des contraintes réglementaires, par des choix stratégiques et par des difficultés opérationnelles

2.2.1. Les réglementations prudentielles applicables aux organismes étudiés limitent la possibilité de détention d'actifs contribuant au financement des PME et ETI

Les organismes étudiés sont soumis à des réglementations prudentielles variées, qui peuvent résulter de textes réglementaires ou de règles internes édictées par leurs instances de gouvernance.

Tableau 11 : Sources des règles prudentielles applicables aux organismes étudiés

	Nature des règles prudentielles	Références
AGIRC-ARRCO	Règlementation interne	-
ERAFP	Décret ad hoc	Décret n°2004-569 du 18 juin 2004
IRCANTEC	Règlementation interne	-
Préfon	Code des assurances	Code des assurances, article R.332-2 et suivants
FRR	Arrêté ad hoc	Arrêté du 10 août 2011 relatif au fonds de réserve pour les retraites
Areva	Décret ad hoc (aligné sur le code des assurances)	Décret modifié n°2007-243 du 23 février 2007 relatif à la sécurisation du financement des charges nucléaires
EDF	Décret ad hoc (aligné sur le code des assurances)	Décret modifié n°2007-243 du 23 février 2007 relatif à la sécurisation du financement des charges nucléaires

⁶⁷ Niels Bekkers, Roald Doeswijk et Trevin W. Lam, *Strategic asset allocation : determining the optimal portfolio with ten asset classes*, octobre 2009.

⁶⁸ Les actifs alternatifs testés sont les suivants : capital-investissement, immobilier, *hedgefunds*, matières premières, obligations à haut rendement, prêts, obligations indexées sur l'inflation.

⁶⁹ Tom Idzorek, *Private equity and strategic asset allocation*, Ibbotson, 31 octobre 2007.

⁷⁰ Philippe Trainar, « Assurance et *private equity* », in Risques, les cahiers de l'assurance, n°60, décembre 2004.

Rapport

	Nature des règles prudentielles	Références
PEE	Code monétaire et financier	Code monétaire et financier, articles R 214-32-16 à R.214-32-38
PERCO	Code monétaire et financier	Code monétaire et financier, articles R 214-32-16 à R.214-32-39

Source : Mission.

Les réglementations prudentielles peuvent encadrer en particulier :

- ◆ la nature des actifs qui peuvent être détenus ;
- ◆ les caractéristiques des actifs qui peuvent être détenus (types de marchés sur lesquels ils sont négociés, nationalité de l'émetteur, critère de notation des titres...) ;
- ◆ la part maximale que peuvent représenter certains types d'actifs au sein du portefeuille de l'organisme ;
- ◆ la part maximale que peuvent représenter les actifs émis par un même émetteur au sein du portefeuille de l'organisme ;
- ◆ la part maximale de l'ensemble des titres d'un même émetteur que peut détenir l'organisme (ratio d'emprise).

Ces différentes règles prudentielles peuvent limiter l'investissement dans les actifs contribuant au financement de long terme des PME et ETI.

Pour ce qui concerne le **capital-investissement**, on observe que tous les organismes étudiés sont autorisés à y recourir, à l'exception de l'IRCANTEC⁷¹. La part de cet actif au sein de leur portefeuille est limitée à 5 % pour l'AGIRC-ARRCO et l'ERAFP, et 10 % pour les autres acteurs, à l'exception du FRR, pour lequel cette limite n'est pas spécifiée.

Pour ce qui concerne les **actions de PME et ETI cotées**, leur détention est soumise à deux types de restrictions :

- ◆ la part des actions détenues au sein du portefeuille, quel que soit le niveau de capitalisation de l'entreprise concernée, est limitée pour cinq des organismes étudiés. C'est le cas pour l'ERAFP (25 %), l'AGIRC-ARRCO, les exploitants nucléaires et la Préfon (65 %) ;
- ◆ des restrictions spécifiques peuvent s'appliquer aux actions des PME et ETI cotées sur Alternext. En effet, Alternext n'est pas considéré comme un « marché réglementé », et à ce titre, la détention des titres qui y sont émis peut être interdite pour certains organismes (c'est le cas de l'AGIRC-ARRCO). Pour d'autres organismes, ces actions entrent dans une « poche » spécifique de taille limitée, comprenant plusieurs catégories de titres considérés comme risqués. C'est le cas pour le FRR (poche de 25 % contenant également les actifs émis sur des marchés hors de l'espace économique européen), ainsi que pour la Préfon, les exploitants nucléaires, et les plans d'épargne salariale (poche de 10 % comprenant également, entre autres, le capital-investissement).

La détention d'actions de PME/ETI cotées peut également être restreinte, de manière indirecte, par l'existence de ratios d'emprise : plusieurs des organismes ne sont pas autorisés à détenir plus d'une part déterminée des titres donnant accès au capital d'une même entreprise. Ce ratio est fixé à 2 % pour les exploitants nucléaires, 3 % pour le FRR, 5 % pour l'AGIRC-ARRCO et 10 % pour l'IRCANTEC. Il peut poser des difficultés pour l'investissement dans les PME/ETI, dans la mesure où la taille de leur capital flottant est limitée, et l'acquisition de titres pour un volume significatif peut facilement conduire à dépasser ce ratio.

⁷¹ Les exploitants nucléaires ne sont autorisés à recourir au capital-investissement que depuis le décret du 25 juillet 2013, qui a modifié les règles prudentielles qui leur sont applicables pour les aligner très largement sur celles du code des assurances.

Rapport

Pour ce qui concerne enfin les **obligations de PME et ETI**, trois types de restrictions peuvent s'appliquer :

- ◆ certains organismes ne peuvent investir plus d'une part déterminée de leurs actifs en obligations d'entreprise, quel que soit leur statut : c'est le cas de l'AGIRC-ARRCO (60 %) ;
- ◆ certains organismes ne sont pas autorisés à détenir des obligations d'entreprises non cotées, ou dont la notation est inférieure à un plancher (alors que les obligations de PME/ETI ne sont généralement pas notées). C'est le cas de l'AGIRC-ARRCO et de l'IRCANTEC ;
- ◆ pour certains organismes, les obligations non cotées sont placées dans une « poche spécifique », avec d'autres actifs risqués, notamment non cotés. C'est le cas du FRR (poche de 25 %), de la Préfon, des exploitants nucléaires et des plans d'épargne salariale (poche de 10 %).

Par ailleurs, seuls certains des organismes étudiés sont en mesure d'investir dans les fonds de prêt à l'économie : c'est le cas de la Préfon et des exploitants nucléaires (dans la limite de 5 %), ainsi que du FRR et de l'ERAFP (via des fonds de fonds).

Enfin, dans le cas spécifique de la Préfon, certaines dispositions prudentielles, sans empêcher l'investissement dans ces différentes classes d'actifs, peuvent le dissuader. C'est notamment le cas des provisions techniques applicables aux assureurs gestionnaires du régime, de la comptabilisation, prévue par les normes IFRS, des actions en valeur de marché, ainsi que des nouvelles règles prévues par Solvabilité II en matière de calcul de solvabilité (cf. annexe IX).

Rapport

Tableau 12 : Règlementation prudentielle applicables aux organismes étudiés pour la détention des instruments financiers contribuant au financement de long terme des PME et ETI

	Capital- investissement	Actions	Actions PME/ETI cotées sur Alternext	Obligations d'entreprises	Obligations PME/ETI non cotées	Fonds de prêt à l'économie	Ratio d'emprise
AGIRC-ARRCO	5 %	40 %	Non autorisé	60 %	Non autorisé	Non autorisé	5 %
ERAFP	5 %	25 %	25 %	Autorisé	25 %	Autorisé	-
IRCANTEC	Non autorisé	-	Autorisé	Autorisé	Non autorisé	Non autorisé	10 %
Préfon	10 %	65 %	10 %	Autorisé	10 %	5 %	-
FRR	Autorisé	-	25 %	Autorisé	25 %	Autorisé	3 %
Areva	10 %	65 %	10 %	Autorisé	10 %	5 %	2 %
EDF	10 %	65 %	10 %	Autorisé	10 %	5 %	2 %
PEE	10 %	65 %	10 %	Autorisé	10 %	Non autorisé	-
PERCO	10 %	65 %	10 %	Autorisé	10 %	Non autorisé	-

Source : Mission.

2.2.2. L'allocation stratégique d'actifs des organismes étudiés ne prévoit pas toujours le recours aux produits permettant le financement des PME/ETI

Les décisions d'allocation d'actifs des organismes étudiés, à l'exception des gestionnaires d'épargne salariale, sont encadrées par l'allocation stratégique d'actifs. Établie par leurs instances de gouvernance, à partir d'une analyse actif/passif, l'allocation stratégique d'actifs définit les classes d'actifs dans lesquelles l'organisme pourra investir, ainsi que la proportion cible de chaque classe d'actif au sein du portefeuille. Elle est souvent complétée par une allocation « tactique », qui définit les marges de fluctuations admissibles autour de cette proportion cible.

Parmi les organismes étudiés, deux prévoient explicitement une allocation d'actifs au capital-investissement dans leur allocation stratégique : le FRR (1,70 %, dont 0,3 % en France et 1,4 % hors France) et EDF (2 %). Deux autres prévoient dans leur allocation stratégique d'actifs des compartiments au sein desquels le capital-investissement peut trouver place : c'est le cas de la Préfon (0 à 2 % consacrés à la gestion alternative) et de l'ERAFP (1 % pour des fonds multi-actifs, parmi lesquels peut figurer du capital-investissement).

Pour un des organismes étudiés (l'ERAFP), l'allocation stratégique d'actifs prévoit également un investissement dans les actions de petites capitalisations, à hauteur de 1 %.

Les obligations de PME/ETI ne sont explicitement mentionnées dans aucune des allocations stratégiques d'actifs des organismes étudiés.

2.2.3. L'investissement dans les PME et ETI nécessite une expertise qui peut être difficile à mobiliser pour les organismes étudiés

Au-delà des contraintes réglementaires et stratégiques, les classes d'actifs contribuant au financement des PME et ETI peuvent être difficiles d'accès pour certains investisseurs, en raison de leur nature particulière.

Le capital-investissement, en particulier, est une classe d'actifs difficile à appréhender, dans la mesure où son rendement suit un profil atypique de « courbe en J » (pertes importantes les premières années, suivie de gains importants). En outre, pour recourir à ce type d'actifs, il est essentiel d'être en mesure de sélectionner une équipe performante, dans la mesure où le rendement varie fortement selon la qualité des équipes des fonds d'investissement (*cf. supra*). Ceci suppose une bonne connaissance de cette classe d'actifs, donc la constitution d'une équipe interne performante (ce qui peut être difficile pour un investisseur de taille modeste), ou bien le recours à un prestataire de services de conseil en investissement (appelé *gatekeeper*). Il existe à l'heure actuelle en France peu de prestataires proposant ce type de services. Enfin, les frais de gestion des sociétés de capital-investissement sont généralement élevés (de l'ordre de 2 % par an, auxquels s'ajoutent un intéressement à la performance, généralement sous la forme de *carried interest*), ce qui peut dissuader les investisseurs disposant de montants limités à investir, qui ne seront pas en mesure de négocier efficacement ces frais.

Les actions et obligations de PME et ETI représentent également un marché spécifique, sur lequel existent peu d'acteurs spécialisés (analystes, sociétés de gestion...). Il est difficile pour un investisseur d'investir directement dans ces produits, sauf, là encore, à constituer en interne des équipes spécialisées. L'investissement dans ces classes d'actifs est également réalisé, de manière générale, au travers de fonds, ce qui nécessite une capacité à sélectionner un fonds performant, et oblige à encourir un coût d'intermédiation.

2.3. Au total, il existe des marges de manœuvres pour que les organismes étudiés augmentent, dans de proportions variables, la part de leurs actifs qui contribuent au financement à long terme des PME et ETI françaises, sans dégrader leur capacité à honorer leurs engagements de passif

2.3.1. Certains des organismes étudiés ne pourront augmenter qu'à la marge leur contribution au financement des PME et ETI françaises, du fait de leurs contraintes de passif et de la composition actuelle de leur actif

2.3.1.1. L'AGIRC-ARRCO, qui fait face à de fortes contraintes de passif, ne semble pas en mesure d'augmenter significativement sa contribution au financement des PME et ETI françaises

Si l'investissement dans les PME/ETI françaises présente, en principe, une certaine pertinence dans la mesure où il permet de soutenir l'emploi et, partant, l'assise économique des régimes de retraite, **les contraintes de passif auxquels font face les régimes Agirc-Arrco tendent néanmoins à limiter les capacités d'investissement de ces régimes en titres et parts de PME/ETI :**

- ♦ outre leur fonctionnement par répartition, les désinvestissements liés à la structure déficitaire – particulièrement marquée dans le cas de l'Agirc - de ces régimes rendent plus difficile, par les fortes contraintes de liquidité qu'ils impliquent, l'investissement dans des actifs peu liquides ;
- ♦ l'épuisement prévu des réserves d'ici 2024, associé aux incertitudes politiques concernant les conditions d'équilibre de ces régimes sur le long terme, conduit à une réduction importante de leur horizon de placement, limitant ainsi leur capacité à investir dans des actifs dont la durée de détention est longue, tels que le capital-investissement.

Bien qu'il autorise une certaine souplesse dans le choix des instruments financiers (jusqu'à 5 % en capital-investissement, jusqu'à 40 % en actions), le cadre prudentiel, actuellement applicable aux régimes Agirc-Arrco, tel qu'il résulte des décisions de leurs conseils d'administration respectifs, présente néanmoins certaines contraintes (critères de notation, marchés admissibles) de nature à restreindre l'investissement dans les classes d'actifs permettant de financer les PME/ETI françaises (interdiction des obligations d'entreprises non cotées et de note inférieure à BBB- ainsi que des titres négociés sur des marchés non réglementés, accord préalable de la fédération pour investir en capital-investissement).

L'allocation stratégique actuellement retenue par les commissions financières de l'Agirc et de l'Arrco pour les réserves correspondant à la strate de moyen-long terme ne prévoit pas de cible spécifique pour les investissements en titres de PME/ETI ou en capital-investissement. Ces actifs ne représentaient en 2012 que 0,46 % du portefeuille agrégé des deux régimes, soit moins de 250 M€.

Rapport

Si l'investissement en capital-investissement paraît, en l'état actuel, difficile au vu de l'horizon de placement et des contraintes de liquidité de ces régimes, la création de poches, de taille limitée, dédiées aux actions et obligations de PME/ETI pourrait néanmoins être envisagée dans le cas de l'Arrco - celui-ci présentant un déficit moins important que l'Agirc - dans une perspective d'investissement socialement responsable et de recherche de rendement à moyen-terme. Une réflexion pourrait être engagée, à cet égard, avec le conseil d'administration de l'Agirc-Arrco en vue de modifier légèrement l'allocation stratégique du régime et d'assouplir les contraintes prudentielles limitant l'investissement en titres de PME/ETI (autorisation, sous certaines conditions, des emprunts obligataires d'entreprises de note inférieure à BBB-, des obligations non cotées - dans le cadre, par exemple, d'investissements dans des fonds de prêt à l'économie - ainsi que des titres négociés sur des marchés non réglementés de type Alternext).

2.3.1.2. La Préfon, qui investit déjà une part significative de ses actifs dans des produits contribuant au financement des PME et ETI, ne pourrait augmenter cette allocation que de manière marginale

Dans la mesure où le régime Préfon-Retraite mobilise déjà une part significative de son actif vers les PME/ETI françaises (2,1 %) et compte-tenu du renforcement attendu des contraintes prudentielles applicables aux assureurs (Solvabilité II), la capacité du régime à accroître sa contribution au financement des PME/ETI paraît limitée. Les assureurs ayant aujourd'hui tendance à réduire leur exposition au risque et à privilégier la détention d'actifs sûrs et liquides, l'enjeu réside ici moins dans le renforcement que dans le maintien, à moyen terme, de ce niveau d'investissement.

De façon similaire à l'ERAFP, le régime Préfon-Retraite présente pourtant une structure de passif qui lui permettrait, en principe, d'investir davantage dans les classes d'actifs permettant le financement des PME/ETI :

- ♦ de par sa nature (régime par capitalisation) et la durée de son passif (14,8 ans), le régime dispose d'un horizon d'investissement de moyen, voire de long terme qui l'autoriserait à investir dans des actifs dont la durée de détention est longue, notamment en capital-investissement ;
- ♦ l'absence à moyen terme de contrainte de liquidité (structure excédentaire jusqu'en 2030) et le montant des réserves actuelles (11,4 Md€) pourraient inciter le régime à investir une part de son actif dans des actifs peu liquides mais présentant de plus fortes perspectives de rendement (actions et obligations de PME/ETI).

Tel qu'il résulte de l'article R333-2 du code des assurances, la cadre prudentiel applicable au régime Préfon-Retraite présente, à première vue, une certaine tolérance en matière d'actifs admissibles (pas d'interdiction du non coté, absence de critères de notation, ou de précisions concernant les marchés éligibles), le régime pouvant en théorie investir jusqu'à 65 % de son portefeuille en actions cotées, jusqu'à 10 % en non coté et jusqu'à 5 % dans des FPE. Toutefois, le mode de valorisation des actifs (normes IFRS) et de calcul des provisions (PMT, PTS) actuellement retenu ainsi que le système, prévu par Solvabilité II, de pondération de la charge en capitaux propres en fonction des risques et de la durée des actifs détenus incitent les assureurs à privilégier la détention de titres sûrs et liquides, au détriment des actifs finançant les PME/ETI, ceux-ci étant jugés trop volatils et trop coûteux en fonds propres.

Rapport

Si la part investie dans le non coté (4,3 %) excède en 2012 celle initialement fixée par l'allocation stratégique (maximum de 2 %), la politique de placement du régime accorde de façon générale une part limitée aux actifs de performance, plus de 75 % du portefeuille étant investi en obligations contre seulement 15,5 % en actions. En dépit de cette situation, Préfon-Retraite demeure, parmi les régimes de retraite nationaux, l'un des premiers contributeurs au financement des PME/ETI françaises que ce soit en termes de montants investis (244,76 M€) ou en proportion de son actif (2,1 %).

Au vu de l'horizon de placement dont dispose le régime, il conviendrait, à tout le moins, de maintenir ce niveau d'allocation au cours des prochaines années. À défaut de pouvoir investir davantage en actions et en capital-investissement (ceux-ci présentant une volatilité et une illiquidité difficilement compatibles avec le cadre prudentiel actuel), il pourrait néanmoins être envisagé, en concertation avec l'association Préfon et les assureurs gestionnaires, d'accroître, dans la mesure du possible, le biais national dans les investissements futurs en capital-investissement et d'accroître la part des investissements en titres obligataires de PME/ETI. Tout en présentant des perspectives de rendement intéressantes, le recours aux fonds de prêts à l'économie permettrait à cet égard de limiter les risques encourus (expertise des équipes, dilution du risque, échéance de moyen terme) et d'orienter la destination géographique des investissements.

2.3.2. La réglementation prudentielle actuelle pourrait permettre à plusieurs des organismes étudiés d'augmenter significativement la part de leurs actifs contribuant au financement des PME et ETI françaises

2.3.2.1. Les exploitants des installations nucléaires de base, dont la réglementation prudentielle a été récemment allégée, sont en mesure d'augmenter significativement leur contribution au financement des PME et ETI françaises

Les contraintes de passif auxquelles font face les exploitants des installations nucléaires de base pour la gestion de leurs provisions pour charges de fin de cycle pourraient leur permettre de **redéployer une part modérée de leurs actifs** vers le financement des PME et ETI françaises :

- ◆ la longue durée de leur passif (20 à 25 ans) et leur contrainte de liquidité modérée leur permettent d'investir dans des actifs peu liquides et dont la durée de détention est longue ;
- ◆ leur objectif de rendement les incite à investir une part de leur actif dans des produits permettant d'obtenir des rendements potentiels plus élevés, à condition que cette part demeure modérée pour ne pas augmenter trop fortement leurs risques ;
- ◆ leur contrainte de volatilité (résultant de l'obligation de rester au-dessus de 100 % de taux de couverture de leurs provisions, sans pour autant mobiliser excessivement les capitaux de la société) peut les inciter à limiter la détention d'actifs tels que les actions de PME/ETI cotées ou le capital-investissement, dont la volatilité est significative.

La **réglementation prudentielle** actuellement applicable aux exploitants des installations nucléaires, telle qu'elle résulte du décret du 27 juillet 2013, paraît aujourd'hui adaptée et **ne représente pas une contrainte significative** pour l'investissement dans les classes d'actifs permettant de financer les PME/ETI françaises (jusqu'à 10 % en capital-investissement, jusqu'à 5 % dans les fonds de prêt à l'économie, pas de restrictions spécifiques pour les actions et obligations de PME et ETI cotées).

Rapport

L'allocation stratégique d'actifs d'EDF et Areva, mise à jour depuis l'évolution de la réglementation prudentielle à l'été 2013, **prévoit d'augmenter significativement** la part du capital-investissement :

- ◆ à 2 % de l'actif à horizon 3 à 4 ans pour EDF, ce qui représente 400 M€ rapporté au montant actuel des actifs – montant qui va croître encore dans les années à venir du fait des charges de désactualisation ;
- ◆ à 100 M€ pour Areva (soit 1,7 % du montant actuel des actifs).

L'affectation de cette part de leur actif au capital-investissement paraît cohérente avec leurs contraintes de passif.

Dans la mesure où le « biais national » est particulièrement important en capital-investissement⁷², ceci pourrait permettre de dégager un surcroît de financement pour les PME et ETI françaises de l'ordre de 400 M€.

Par ailleurs, Areva prévoit d'augmenter la part des petites et moyennes capitalisations au sein de son portefeuille « actions », pour porter leur montant à 160 à 180 M€ (soit 3 % environ du montant de ses actifs).

A ce stade, toutefois, aucun des deux exploitants ne détient ni ne prévoit de détenir d'obligations de PME/ETI, en direct ou à travers des fonds de prêt à l'économie. Pour l'avenir, cette classe d'actif pourrait utilement être examinée dans une perspective de diversification du portefeuille et de recherche de rendement, dans la mesure où elle peut permettre de dégager des rendements significatifs, sans volatilité, avec toutefois un risque plus élevé que les obligations souveraines ou de grandes entreprises.

2.3.2.2. L'IRCANTEC, dont l'allocation stratégique paraît aujourd'hui très restrictive au regard de la nature de son passif, pourrait augmenter la part de ses actifs contribuant au financement des PME et ETI

Au vu des exigences de pérennité et d'équilibre inhérentes à ce type de régime et des contraintes de solvabilité introduites par la réforme de 2008, **le redéploiement d'une partie des actifs de l'Ircantec vers le financement des PME et ETI françaises ne semble envisageable que sous certaines conditions.**

Bien que le cadre prudentiel, défini par le Conseil d'administration du régime, présente, en principe, une certaine souplesse en matière d'investissements en actions et obligations de PME/ETI, la politique de placement du régime se caractérise par un souci de prudence manifeste, l'Ircantec n'ayant investi en 2012 aucun actif en titres de PME/ETI. Les choix de placement actuellement retenus témoignent en effet d'une forte sensibilité à la liquidité et de fortes contraintes de volatilité (notation minimale, ratios de dispersion).

⁷² Selon l'AFIC, en 2012, 80% des investissements réalisés par les sociétés de capital-investissement actives en France ont concerné des entreprises françaises.

Rapport

Excédentaire jusqu'en 2024, le régime ne devrait pourtant pas connaître, d'ici cette date, de fortes contraintes de liquidité. Dans la mesure où il dispose par ailleurs d'une durée de passif relativement longue (environ 20 ans), l'Ircantec pourrait, en principe, investir **une part modérée** de son actif dans des titres peu liquides et dont la durée de détention est longue. Sans pour autant remettre en cause l'équilibre du régime, ce redéploiement permettrait non seulement à l'Ircantec de contribuer, dans une visée d'investissement socialement responsable, au financement de l'économie nationale, mais également d'accroître, de façon sensible, le rendement de ses placements. Il pourrait ainsi être proposé au Conseil d'administration de l'Ircantec d'autoriser et de favoriser l'investissement en capital-investissement et en obligations de PME/ETI. L'investissement en fonds de prêt à l'économie (FPE) paraît à cet égard particulièrement adapté au cas de l'Ircantec tant en termes de prévisibilité (fonds fermé), de sécurité (présence d'autres investisseurs, sélectivité dans le choix des investissements) que de taille (l'investissement de l'Ircantec ne devrait pas se trouver contraint pas les ratios de dispersion).

2.3.2.3. Le FRR, dont l'horizon de passif est bien défini, pourrait augmenter sa contribution au financement des PME et ETI françaises en recourant à des instruments financiers de durée moyenne

Bien qu'elle présente de fortes contraintes de liquidité, **la structure du passif du FRR pourrait lui permettre de redéployer une part modérée de ses actifs vers le financement des PME/ETI françaises :**

- ♦ le FRR dispose, en l'état actuel, d'un horizon de passif clairement défini lui permettant d'optimiser la gestion de son portefeuille. Si le financement de ses engagements tend à favoriser la détention d'actifs sûrs et liquides, l'important surplus dont il dispose (9,7 Md€ en 2013) lui permet néanmoins d'investir dans des actifs moins liquides et de moyen terme (à défaut de pouvoir investir sur le long terme du fait de son horizon de placement limité) ;
- ♦ l'objectif d'optimisation des investissements à l'horizon 2024 l'incite à investir une part de sa poche de performance dans des actifs présentant des rendements potentiels plus élevés (obligations d'entreprises, actions, matières premières non agricoles...)

Le cadre réglementaire applicable au FRR, tel qu'il résulte de l'arrêté du 10 août 2011, **apparaît relativement souple et ne semble pas présenter de contraintes significatives** pour l'investissement dans les classes d'actifs permettant de financer les PME/ETI françaises (pas de limites par catégorie, autorisation du non coté, admission, sous certaines conditions, des titres de note inférieure à BBB-). Les règles prudentielles fixées par le Conseil de surveillance du régime prévoient également la possibilité pour le FRR d'investir dans des fonds de prêts à l'économie pour les PME/ETI à hauteur de 0,5 % de son actif net (soit 180 M€ d'engagement).

Bien que le FRR ait investi 120 M€ en juillet 2013 dans les fonds de prêts obligataires NOVO, la part de son actif investie en actions de PME/ETI françaises (0,04 % en 2012) et en non coté français (0,19 %) demeure limitée (83,44 M€ en 2012). **L'objectif de diversification géographique retenu par le fonds tend en effet à réduire la part des financements dirigés vers les PME/ETI françaises.** Sur les 612,04 M€ investis en 2012 en capital-investissement, seulement 69,73 M€ étaient dans des fonds de capital-investissement français. De façon plus générale, il apparaît que la part des entreprises françaises dans les actions et obligations *corporate* détenues par le FRR n'excédait pas 10 % en 2012.

Si, comme le souligne l'OCDE⁷³, ce « biais international » - notamment à destination des marchés émergents - constitue un trait commun à la plupart des fonds publics de réserve des retraites, **une réflexion pourrait néanmoins être engagée avec le directoire du FRR en vue de procéder à un recalibrage partiel de l'allocation en faveur des PME/ETI françaises.** À défaut de pouvoir investir davantage, au vu de son horizon de placement limité, en capital-investissement, le FRR pourrait redéployer, à moyen terme, une partie de son actif vers des titres de PME/ETI françaises, que ce soit sous forme d'actions ou d'investissements dans des fonds de prêts obligataires. Dans la mesure où ces produits présentent des rendements potentiels élevés et, dans le cas des fonds de prêts, une volatilité limitée, ce redéploiement modéré ne devrait pas remettre en cause l'objectif de performance retenu par le régime.

2.3.2.4. Les gestionnaires d'épargne salariale pourraient être incités à inclure dans certains de leurs fonds une part modérée de titres contribuant au financement des PME et ETI

La mission n'a pas pu disposer de données permettant d'évaluer précisément la part actuellement allouée, au sein des fonds d'épargne salariale, aux titres contribuant au financement des PME et ETI françaises.

Toutefois, il ressort des échanges conduits avec les gestionnaires d'épargne salariale que **cette part est aujourd'hui très réduite**, voire, pour certains gestionnaires, inexistante, au sein des FCPE « diversifiés ».

Cet état de fait s'explique largement :

- ◆ par la forte contrainte de liquidité qui s'exerce sur ces fonds, du fait de la durée de blocage limitée (pour le PEE) et des possibilités de déblocage anticipé ;
- ◆ du fait de la préférence des salariés pour la sécurité, qui les conduit à allouer spontanément une part importante de leur épargne salariale sur des fonds peu risqués (notamment monétaires).

Le développement des actifs contribuant au financement des PME/ETI pourrait toutefois s'envisager, de manière modérée :

- ◆ au sein des fonds « dynamiques » proposés par les gestionnaires d'épargne salariale, dans une perspective de recherche de rendement, qui peut en outre être cohérente avec une démarche d'investissement socialement responsable. L'un des gestionnaires d'actifs rencontrés par la mission a ainsi indiqué avoir décidé d'inclure une part de titres non cotés (1 % environ) dans les fonds de sa gamme « investissement socialement responsable », pour un montant total de 15 M€ ;
- ◆ dans le cadre de la « gestion pilotée » des PERCO, qui conduit à privilégier des actifs plus risqués avec un rendement plus élevé lorsque le salarié est encore éloigné de son départ à la retraite, et à diminuer progressivement cette part à mesure que l'échéance se rapproche.

Dans cette perspective, il pourrait être envisagé :

- ◆ d'inciter les gestionnaires d'épargne salariale à inclure des titres contribuant au financement de PME/ETI dans certains de leurs fonds, notamment ceux présentant un profil dynamique ;
- ◆ de sensibiliser le conseil intersyndical de l'épargne salariale (CIES) à l'enjeu du financement des PME/ETI, afin que cette dimension puisse être prise en compte dans la procédure d'octroi de sa certification aux fonds d'épargne salariale.

⁷³ OCDE, *Annual survey of large pension funds and public reserve funds*, octobre 2013.

Rapport

Par ailleurs, une diminution de la liquidité des fonds d'épargne salariale serait favorable au développement de ces actifs. À cet égard, il pourrait être opportun :

- ◆ de poursuivre les réflexions engagées sur la limitation des cas de déblocage anticipés de l'épargne salariale ;
- ◆ de renforcer l'incitation au placement des fonds sur le PERCO, dont l'horizon de placement est nettement plus long que celui du PEE.

2.3.3. La nature des engagements de passif de l'ERAFP pourrait lui permettre d'augmenter significativement la part de ses actifs finançant les PME et ETI françaises, sous réserve d'adapter la réglementation applicable

Contrairement à la plupart des organismes de retraite complémentaire, l'ERAFP présente un horizon d'investissement particulièrement long qui lui permettrait, en principe, de mobiliser une part significative de ses actifs vers le financement des PME et ETI françaises. La structure de son passif (fonctionnement par capitalisation, engagements de long terme sur 30 ans et versements échelonnés) et son caractère excédentaire (absence de contraintes de liquidité jusqu'en 2028 et résultat net positif de 2 Md€ par an prévu en moyenne sur les 10 prochaines années) lui offrent en effet la possibilité d'investir dans des actifs moins liquides et dont la durée de détention est plus longue.

En dépit de ces caractéristiques et de son orientation ISR, l'ERAFP n'a pourtant consacré en 2012 que 0,02 % de son actif (soit 2,15 M€) au financement des PME/ETI françaises. Plusieurs initiatives récentes tendent néanmoins à renforcer la contribution de l'ERAFP au financement de l'économie nationale. Si elle ne prévoit pas d'investissement en capital-investissement ou en obligations de PME/ETI, l'allocation stratégique d'actifs de l'ERAFP retient ainsi toutefois pour l'année 2013 une cible d'investissement en actions de petites et moyennes capitalisations européennes de 1 %. Dans ce cadre, l'ERAFP a attribué fin 2013 un mandat actif de gestion d'un fonds d'actions de petites capitalisations françaises à Sycomore Asset Management et prévoit d'investir, à horizon de trois ans, 150 M€ (1,12 % de son actif au 31 décembre 2013) en actions de PME/ETI françaises. 20 M€ ont par ailleurs été investis en 2013 en obligations de PME/ETI françaises au travers des fonds NOVO. Les montants investis demeurent cependant limités au vu des potentialités d'investissement dont dispose le régime.

Ce contraste entre la capacité d'investissement du régime et sa politique actuelle de placement découle principalement de contraintes réglementaires. La réglementation prudentielle actuellement applicable au régime, telle qu'elle résulte du décret du 18 juin 2004 et de l'arrêté du 26 novembre 2006 constitue, à cet égard, une contrainte significative pour l'investissement dans les classes d'actifs permettant de financer les PME/ETI dans la mesure où elle limite à 25 % la part de l'actif pouvant être investie en actifs à revenus variables (actions, capital-investissement) et ne permet pas l'investissement dans des fonds ouverts (la réglementation prévoyant, à l'exception des titres souverains, une gestion obligatoirement déléguée des actifs). L'application du code des marchés publics dans la sélection des gestionnaires tend également, par les contraintes administratives et les délais qu'elle implique, à priver le régime d'une partie de sa réactivité, ce qui peut parfois se traduire par des coûts d'opportunité significatifs.

Malgré leur bien fondé, les demandes de l'ERAFP de voir son cadre de gestion évoluer sont restées jusqu'à présent sans réponse, principalement en raison de la réticence de la direction de la sécurité sociale. Bien qu'il réponde à un souci légitime de prudence au vu de la nature des engagements du régime, le cadre prudentiel de l'ERAFP paraît pourtant excessif tant au regard des caractéristiques du régime que, comme le souligne l'OCDE dans une récente étude comparative⁷⁴, des ratios d'allocation généralement retenus par les fonds de taille similaire. Alors que les titres fixes et les liquidités représentaient en 2012 près de 75 % du portefeuille de l'ERAFP, cette part n'atteignait sur la même période que 55,6 % en moyenne pour l'ensemble des fonds de pension sondés par l'OCDE (28,1 % étant investi en actions et 16,3 % en produits alternatifs). Outre le fait qu'elle ne permette pas à l'ERAFP de satisfaire pleinement ses objectifs ISR, l'allocation actuelle induit également – au vu de l'état actuel des marchés obligataires, notamment au sein de la zone euro – un risque de long terme dans la mesure où la baisse de rendement des actifs obligataires constatée ces dernières années pourrait, si elle venait à se poursuivre, compromettre à l'avenir la couverture des engagements du régime.

Sans remettre en cause une allocation significative aux obligations, il semblerait par conséquent opportun de modifier, dans une perspective de diversification et de financement des PME/ETI françaises, les textes réglementaires afin :

- ◆ d'augmenter la limite de 25 % pour les investissements en actifs à revenu variable et de réduire, dans le même temps, la part minimale de l'investissement en obligations ;
- ◆ de permettre l'investissement sur Alternext et, plus largement, dans des actifs non cotés via des fonds ouverts, ce qui assurerait une plus grande dilution des risques ;
- ◆ d'assouplir, sur le modèle des règles applicables au FRR, les contraintes imposées par le code des marchés publics dans la sélection des gérants, ce qui permettrait à l'ERAFP de disposer de davantage de marges de manœuvre dans la négociation des prix ainsi que d'une plus grande souplesse dans la gestion de son portefeuille, ce qui pourrait permettre de faciliter l'investissement en titres de PME/ETI.

Des poches spécifiques pourraient également être consacrées aux obligations de PME/ETI et au capital-investissement au sein de l'allocation stratégique du régime.

⁷⁴ OCDE, *Annual survey of large pension funds and public reserve funds*, octobre 2013.

3. Plusieurs types de mesures pourraient permettre d'accroître l'orientation des actifs des organismes étudiés vers les besoins de financement de long terme des PME et ETI françaises

3.1. Créer un environnement juridique et des incitations favorables au développement des investissements dans les classes d'actifs permettant de financer à long terme les PME et ETI françaises

3.1.1. Mobiliser les instances de gouvernance des organismes afin de favoriser l'investissement dans les PME/ETI françaises en utilisant les marges de manœuvres offertes par la réglementation prudentielle

Les analyses conduites par la mission indiquent que, parmi les organismes étudiés, **plusieurs disposent de marges de manœuvre significatives, sans qu'il soit besoin de modifier la réglementation prudentielle** en vigueur, qui leurs permettraient de placer une part plus importante de leurs réserves ou provisions dans des produits contribuant au financement des PME/ETI françaises. C'est en particulier le cas de l'IRCANTEC, des exploitants nucléaires, du FRR, et, dans une moindre mesure, de l'ARRCO (*cf. supra*).

La fixation, par voie réglementaire, d'une part minimale des actifs qui devrait être consacrée au financement des PME/ETI ne paraît pas souhaitable, dans la mesure où elle conduirait à contraindre l'allocation d'actifs des organismes, qui doit avant tout demeurer en adéquation avec leurs contraintes de passif, qui sont amenées à évoluer. En outre ces classes d'actifs, qui permettent d'augmenter le rendement d'un portefeuille, peuvent apparaître intéressantes par elles-mêmes, sans qu'il soit besoin de contraindre les investisseurs à y recourir.

Proposition n° 1 : Mobiliser les instances de gouvernance des organismes étudiés, afin de les inciter à prendre en compte, dans leur stratégie d'allocation d'actifs, les classes d'actifs contribuant au financement des PME et ETI françaises.

La mobilisation des instances de gouvernance pourrait passer par plusieurs vecteurs :

- ◆ la sensibilisation des représentants de l'État et des parlementaires au sein de ces instances à l'intérêt de détenir des actifs contribuant au financement des PME/ETI ;
- ◆ l'information des partenaires sociaux, qui composent une part importante des conseils d'administration de nombreux organismes, sur les possibilités d'investissement permettant le financement des PME/ETI, qui apparaissent particulièrement en ligne avec les préoccupations d'investissement socialement responsable et de développement de l'emploi en France ;

Rapport

- ◆ l'organisation d'une démarche coordonnée auprès de ces acteurs, visant à leur faire prendre un engagement collectif d'accroître la part de leurs actifs contribuant au financement des PME/ETI françaises, sur le modèle de la démarche conduite en 2004 avec les assureurs⁷⁵. Une telle démarche n'aurait pas vocation à être cantonnée aux organismes étudiés par la mission : elle pourrait inclure l'ensemble des caisses de retraites complémentaires, des organismes du secteur de la retraite supplémentaire, ainsi que les sociétés de gestion. Cette démarche pourrait cibler l'ensemble des classes d'actifs contribuant au financement des PME/ETI (actions, obligations y compris fonds de prêt à l'économie, capital-investissement), et non le seul segment du capital-investissement visé par les assureurs en 2004.

Tableau 13 : Composition des instances chargées de la définition des allocations stratégiques d'actifs des organismes étudiés

	Instance décidant de l'allocation stratégique d'actifs	Représentants de l'administration ⁷⁶	Partenaires sociaux ⁷⁷	Autres ⁷⁸	Nombre total de membres
AGIRC-ARRCO	Conseil d'administration		20		20
ERAFP	Conseil d'administration	8	8	3	19
IRCANTEC	Conseil d'administration	16	16	2	34
Préfon	Conseil d'administration		24	6	30
FRR	Conseil de surveillance	4	10	6	20
Areva	Conseil de surveillance	4	3	8	15
EDF	Conseil d'administration	6	6	6	18

Source : Mission.

3.1.2. Modifier la réglementation prudentielle applicable à l'ERAFP, qui ne paraît pas adaptée à ses contraintes de passif

L'ERAFP est soumis à des réglementations prudentielles qui contraignent excessivement son allocation d'actifs, au vu de la nature de ses engagements de passif.

L'obligation qui lui est faite de détenir au moins 75 % d'actifs à revenus fixes (dont 65 % d'obligations et jusqu'à 10 % d'immobilier), paraît en effet totalement déconnectée de la nature de son passif, qui est analogue à celui d'un fonds de pension à cotisations définies, avec une durée longue (16,4 ans), et des flux de dépense prévisibles.

Proposition n° 2 : Modifier la réglementation prudentielle applicable à l'ERAFP, afin d'alléger les contraintes applicables à la détention d'actions et d'actifs alternatifs.

⁷⁵ La fédération française des sociétés d'assurance (FFSA) et le groupement des entreprises mutuelles d'assurances (GEMA) avaient pris en 2004, au nom de leurs membres, l'engagement collectif d'augmenter la part de leurs actifs alloués au capital-investissement à 2%, et de l'orienter plus fortement vers les PME françaises.

⁷⁶ Représentants de l'Etat et des autres employeurs de la fonction publique (hospitalière et territoriale)

⁷⁷ Représentants des bénéficiaires cotisants, des employeurs du secteur privé ou des salariés

⁷⁸ Personnalités qualifiées, parlementaires et administrateurs indépendants

Rapport

Il faudrait en conséquence modifier l'article 19 de l'arrêté du 26 novembre 2004 portant application du décret n°2004-569 du 18 juin 2004 relatif à la retraite additionnelle de la fonction publique. Sous réserve d'une étude d'impact rentabilité/risques, les limites par actifs prévues par cet article pourraient être alignées sur celles imposées aux institutions de prévoyance⁷⁹, à savoir :

- 65 % pour les actions, dont 10 % pour le capital-investissement et les autres actifs non cotés ;
- 40 % pour l'immobilier ;
- 5 % pour les fonds de prêt à l'économie.

L'arrêté à modifier est un arrêté conjoint des ministres de la fonction publique, du budget, de la sécurité sociale et de l'économie.

3.1.3. Favoriser la détention d'actifs finançant les PME/ETI au sein des plans d'épargne salariale

3.1.3.1. *Inciter à la détention d'actifs contribuant au financement de long terme des PME/ETI au sein de certains fonds d'épargne salariale*

Bien que les fonds d'épargne salariale soient soumis à une forte contrainte de liquidité, en particulier en PEE, il pourrait être envisagé de développer la détention, au sein d'une partie des FCPE diversifiés, d'une part modérée de titres contribuant au financement des PME/ETI. Ceci aurait en particulier du sens :

- ◆ dans le cadre de fonds « dynamiques » pour lesquels l'investissement dans les PME/ETI représente un avantage, en termes d'augmentation du rendement ;
- ◆ dans le cadre de fonds en « investissement socialement responsable ». Les sociétés de gestion pourraient ainsi être incitées à proposer au sein de leur gamme de fonds (notamment au sein de leur gamme ISR), un « fonds PME », comprenant une part d'actifs (5 à 10 %) investis dans les différentes classes d'actifs contribuant au financement de long terme des PME/ETI (capital-investissement, actions, obligations) ;
- ◆ dans le cadre de la gestion pilotée des PERCO, qui permet de détenir des actifs plus risqués lorsque le départ à la retraite du salarié est éloigné dans le temps.

Proposition n° 3 : Inciter à la détention, au sein des plans d'épargne salariale, d'une part réduite d'actifs contribuant au financement des PME/ETI françaises

Le développement de ce type d'actifs pourrait passer par deux vecteurs :

- ◆ l'incitation des sociétés de gestion d'épargne salariale à inclure, au sein de certains fonds de leur gamme en épargne salariale proposée aux entreprises, une part modérée de titres contribuant au financement des PME/ETI (actions, capital investissement, obligations), ou à créer des « fonds PME ». Ceci pourrait se traduire par un engagement collectif des sociétés de gestion, de manière conjointe (*cf. supra*) ou distincte des investisseurs du secteur de la retraite ;

⁷⁹ Article R.931-10-22 du code de la sécurité sociale.

Rapport

- ◆ la sensibilisation des partenaires sociaux, siégeant au sein du comité intersyndical de l'épargne salariale, à l'intérêt de développer les « fonds PME ». A ce titre, il pourrait être proposé aux partenaires sociaux que le cahier des charges permettant l'obtention du label CIES oblige les sociétés de gestion à proposer, au sein de leur gamme labellisée, au moins un « fonds PME »⁸⁰.

3.1.3.2. Favoriser l'allongement de la durée de détention des fonds en épargne salariale

Un des obstacles importants à la détention de titres contribuant au financement des PME/ETI au sein des plans d'épargne salariale est l'obligation de liquidité à laquelle ils sont soumis. De ce fait, il apparaît que l'allongement de la durée de détention de l'épargne salariale serait favorable à l'investissement dans des produits moins liquides.

Proposition n° 4 : Favoriser l'allongement de la durée de détention des fonds en épargne salariale.

Ceci pourrait passer en particulier par :

- ◆ la réduction des cas de déblocage anticipé des PEE et des PERCO ;
- ◆ la modulation de l'avantage fiscal en fonction du support d'épargne salariale utilisé. Il pourrait ainsi être proposé que le forfait social applicable au PERCO soit inférieur à celui du PEE. La taxation à 8,2 % appliquée aux abondements du PERCO pourrait également être supprimée, ou appliquée au contraire aux abondements du PEE. Ceci permettrait de favoriser l'abondement du PERCO, qui offre plus de marge de manœuvre pour la détention d'actifs peu liquides.

3.1.4. Clarifier les contraintes de passif de certains acteurs

La définition claire et stable des contraintes de passif est une condition essentielle pour permettre aux investisseurs institutionnels de procéder à une allocation d'actifs adaptée, en particulier lorsque celle-ci comporte des actifs de long terme, peu liquides. A cet égard, trois des organismes étudiés par la mission font face à certaines ambiguïtés dans la définition de leurs engagements de passif :

- ◆ **les exploitants des installations nucléaires de base.** A ce stade, les possibilités de fluctuation de leur ratio de couverture autour de 100 % ne sont pas clairement définies. Le système actuel, qui oblige à une notification à l'autorité administrative, sans que la marge de tolérance soit clairement précisée, entretient une ambiguïté qui ne permet pas aux exploitants d'évaluer clairement leur contrainte de volatilité. Une réflexion pourrait être conduite afin de mieux distinguer, au sein des actifs dédiés, la part qui doit pouvoir être mobilisable à tout moment pour couvrir les besoins de court terme, et qui doit être liquide et strictement supérieure à ces besoins, et la part correspondant à des besoins de plus long terme, pour laquelle une marge de fluctuation pourrait être définie afin de permettre aux exploitants de profiter des opportunités de rendement à long terme des produits qui peuvent présenter une volatilité à moyen terme (actions et capital-investissement en particulier) ;

⁸⁰ A ce stade, le cahier des charges prévoit que la gamme labellisée CIES doit comprendre au moins quatre fonds, dont un fonds solidaire.

Rapport

- ◆ **le FRR.** Certaines dispositions du projet de loi garantissant l'avenir et la justice du système de retraites, adopté définitivement par l'Assemblée nationale le 19 décembre 2013, pourraient être de nature à remettre en cause la stabilité de ses engagements de passif. L'article 4 du projet de loi prévoit en effet la constitution d'un comité de suivi des retraites qui doit annuellement émettre des recommandations portant notamment sur : « *les transferts du fonds de réserve pour les retraites vers les régimes de retraite, tenant compte de l'ampleur et de la nature d'éventuels écarts avec les prévisions financières de l'assurance retraite* ». Cette disposition est de nature à faire peser un risque d'augmentation du montant du versement annuel, qui conduirait à raccourcir la durée du passif du FRR, et donc à réduire sa capacité à investir à long terme. Il apparaît dès lors souhaitable de limiter autant que possible la possibilité ainsi ouverte de modifier les engagements de passif du FRR ;
- ◆ **l'AGIRC-ARRCO.** A ce stade, aucune règle n'encadre la pérennité de ses réserves, si bien que, sans modification des paramètres techniques du régime, elles devraient être intégralement consommées à horizon 2024. Il pourrait cependant apparaître pertinent qu'une partie de ces réserves soit appelée à perdurer à long terme, pour être en mesure de faire face à des aléas conjoncturels, comme le souhaite la direction de l'AGIRC-ARRCO. Pour ce faire, il serait nécessaire de définir, comme cela a été fait par voie réglementaire pour l'IRCANTEC en 2008, les contraintes de pérennité des réserves (niveau « plancher » des réserves en fonction de l'horizon temporel), et d'adapter en conséquence les paramètres techniques du régime, et notamment le niveau des cotisations.

Proposition n° 5 : Clarifier les contraintes de passif des exploitants des installations nucléaires de base, du FRR et de l'AGIRC-ARRCO.

Ceci supposerait en particulier :

- ◆ de modifier le décret n°2007-243 du 23 février 2007 relatif à la sécurisation du financement des charges nucléaires, voire, sous réserve d'expertise juridique complémentaire, de modifier l'article L.594-2 du code de l'environnement ;
- ◆ de limiter ou d'encadrer par voie réglementaire, dans le cadre de la rédaction des décrets d'application de la loi garantissant l'avenir et la justice du système de retraite, les possibilités de modification des contraintes de passif du FRR ;
- ◆ de définir, le cas échéant par voie réglementaire, les règles de pérennité des réserves de l'AGIRC-ARRCO, et d'adapter en conséquence ses paramètres techniques.

3.1.5. Au total, le montant des actifs contribuant au financement des PME/ETI françaises pourrait être significativement accru, sans pour autant générer un effet d'éviction sensible au sein des portefeuilles des organismes concernés

3.1.5.1. Plusieurs initiatives prises en 2013 par les organismes étudiés vont permettre d'augmenter significativement leur contribution au financement des PME/ETI françaises par rapport au niveau constaté au 31 décembre 2012

Parmi les organismes étudiés, plusieurs ont pris au cours de l'année 2013 des décisions d'investissement conduisant à augmenter la part de leurs actifs contribuant au financement des PME et ETI françaises. C'est en particulier le cas de :

- ◆ l'ERAFFP, qui a délivré en 2013 trois mandats de gestion pour un montant total de 150 M€, pour des actions de petites et moyennes capitalisations françaises, et qui a par ailleurs pris une participation pour 20 M€ dans le fonds NOVO (cf. *supra*) ;
- ◆ le FRR, qui a pris une participation de 120 M€ dans le fonds NOVO ;

Rapport

- ◆ Areva, qui a indiqué à la mission souhaiter investir à moyen terme 100 M€ en capital-investissement. Si l'on prend pour hypothèse une répartition égale, au sein de cette poche d'actifs, entre les entreprises françaises et étrangères (proche de celle constatée au sein de la poche actions d'Areva), ceci pourrait permettre d'apporter 50 M€ de financement en fonds propres aux PME/ETI françaises. Par ailleurs, Areva aurait l'intention, selon les informations communiquées à la mission, de porter la part des obligations de petites et moyennes capitalisations de 40 M€ à 170 M€ au sein de son allocation d'actifs. Si l'on part du principe que, parmi les 130 M€ supplémentaires investis sur cette classe d'actifs, la part consacrée aux entreprises françaises sera égale à celle qui prévaut au sein de la poche actions des actifs d'Areva (soit 50 %), ce seraient environ 65 M€ supplémentaires qui pourraient être investis dans les PME et ETI françaises cotées ;
- ◆ EDF a fixé une cible à horizon 3 ans de 2 % de ses actifs consacrés au capital-investissement, soit 400 M€ environ. Si l'on suppose, comme pour Areva, que la part consacrée aux entreprises françaises sera de 50 %, ceci permettrait de dégager un surcroît de 200 M€ pour l'investissement en capital dans les PME/ETI françaises ;
- ◆ parmi les gestionnaires d'épargne salariale rencontrés par la mission, l'un d'entre eux a indiqué avoir l'intention d'orienter 15 M€, parmi ses fonds d'épargne salariale, vers le capital-investissement, essentiellement vers des entreprises françaises.

Au total, ce sont environ 620 M€ qui pourraient être redéployés vers le financement des PME et ETI françaises, ce qui conduira à doubler le montant des actifs des organismes étudiés (hors épargne salariale) contribuant au financement des PME et ETI françaises.

Tableau 14 : Actifs supplémentaires qui seront consacrés au financement des PME et ETI à la suite des décisions prises en 2013 par les organismes étudiés (en millions d'euros)

	Actions PME/ETI		Obligations PME/ETI		Capital-investissement		Total	Total France
	France	Hors France	France	Hors France	France	Hors France		
AGIRC-ARRCO	-	-	-	-	-	-	0	0
ERAFP	150	-	20	-	-	-	170	170
IRCANTEC	-	-	-	-	-	-	0	0
Préfon	-	-	-	-	-	-	0	0
FRR			120				120	120
Areva	65	65			50	50	230	115
EDF					200	200	400	200
Épargne salariale					15		15	15
Total	215	65	140	0	265	250	935	620

Source : Mission, d'après les données fournies par les organismes.

3.1.5.2. La mobilisation des instances de gouvernance et l'adaptation des règles prudentielles pourraient permettre de mobiliser des montants supplémentaires significatifs pour le financement des PME/ETI françaises

3.1.5.2.1. L'AGIRC-ARRCO

Afin de ne pas dégrader la capacité de l'Arrco à honorer ses engagements de passif à court (1 à 2 ans) et moyen terme (3 à 5 ans), l'investissement dans les titres de PME/ETI n'est envisageable qu'au sein de la strate de moyen-long terme, c'est-à-dire des fonds excédant le montant total des strates de court et de moyen terme adossées à ces passifs⁸¹. Le montant de ces deux strates étant égal à la valeur actuelle des désinvestissements à effectuer sur la période 2013-2017, soit 17,39 Md€⁸², la part des réserves, dont une partie pourrait être mobilisée au service du financement des PME/ETI, s'élève en principe à 25,69 Md€.

À titre d'exemple, si l'Arrco consacrait respectivement 1 % de ces réserves aux obligations et 1 % aux actions de PME/ETI françaises et si l'Agirc-Arrco maintenait, en parallèle, un niveau d'investissement en fonds de capital-investissement français comparable à celui observé en 2012 (123,9 M€), l'Agirc-Arrco pourrait théoriquement contribuer au financement des PME/ETI françaises à hauteur de 637,7 M€, contre 245,4 M€ actuellement.

3.1.5.2.2. La Préfon

À titre d'exemple, le régime Préfon-Retraite pourrait, à réglementation constante et suivant l'allocation détaillée ci-après, réorienter entre 175 et 234 M€ vers des actifs finançant les PME/ETI françaises :

- ◆ entre 1,23 % et 1,73 % du montant total des actifs pourrait être investi en obligations de PME/ETI françaises en envisageant, en sus du niveau actuel (0,73 %), des investissements à hauteur de 0,5 % ou de 1 % en fonds de prêt à l'économie. Ceci représenterait un surcroît de financement de 59 à 118 M€ pour les PME/ETI françaises ;
- ◆ 116 M€, soit 1 % du total des actifs, pourraient être redéployés - à moyen terme et en fonction des échéances des participations actuelles - en fonds de capital-investissement français en envisageant, au sein de l'allocation actuelle (4,26 %), une distribution géographique égale entre fonds français et fonds étrangers, ce qui correspond au biais national constaté au sein de la poche « actions » de la Préfon (à fin 2012, 74 % des actifs en capital-investissement de la Préfon sont investis hors de France, ce qui correspond à un biais national significativement plus faible que pour les actions).

⁸¹ L'Agirc-arrco a construit l'allocation stratégique de son portefeuille d'actifs sur une stratification des réserves en fonction de trois périodes successives : une strate de court terme, qui correspond à la valeur actuelle des désinvestissements à effectuer au cours des deux prochaines années de fonctionnement du régime, une strate de moyen terme, correspondant au montant actualisé des désinvestissements à réaliser entre la 3^{ème} et la 5^{ème} année de fonctionnement du régime, et la strate de moyen-long terme, correspondant à la part des fonds détenus qui excède, en valeur de marché, le montant total des strates de court et moyen terme (cf. annexe V).

⁸² Le niveau des désinvestissements sur la période 2013-2017 correspond à la somme des résultats techniques de l'Arrco après transferts sur cette période, tels qu'estimés par les projections de l'Agirc-Arrco. Le montant de la troisième strate s'interprète donc comme la différence entre le niveau des réserves de l'Arrco en 2012 (43,08 Md€ d'après le rapport de gestion 2012) et le montant prévu de ces désinvestissements (17,39 Md€), soit près de 25,69 Md€.

Rapport

3.1.5.2.3. Les exploitants nucléaires

À titre d'exemple, si chacun des deux exploitants décidait de consacrer 0,5 % de son actif à des obligations de PME/ETI françaises via des fonds de prêt à l'économie⁸³, ceci leur permettrait d'augmenter de 117 M€ (29 M€ pour Areva et 88 M€ pour EDF) leurs actifs contribuant au financement des PME/ETI françaises. Si cette part était portée à 1 % de l'actif, elle permettrait de redéployer 234 M€ vers le financement des PME/ETI.

3.1.5.2.4. L'IRCANTEC

Sur la base des ratios indicatifs retenus après discussion avec les gestionnaires du régime et détaillés ci-après, l'Ircantec pourrait, à titre d'exemple, redéployer entre 1,5 % et 2,5 % de son actif, soit entre 133 et 167 M€, vers des actifs finançant les PME/ETI françaises :

- ◆ en créant une poche dédiée au capital-investissement, plafonnée à 2 ou 3 % de l'actif du régime et en supposant une distribution égale des investissements en France et hors France, l'Ircantec pourrait ainsi investir entre 67 (1 %) et 100 M€ (1,5 %) dans des fonds de capital-investissement français
- ◆ en mobilisant 0,5 % à 1 % de son actif vers des FPE français, l'Ircantec pourrait investir à hauteur de 33 à 67 M€ dans des obligations de PME/ETI françaises.

3.1.5.2.5. Le FRR

A réglementation constante, plusieurs propositions pourraient ainsi être soumises au Conseil de surveillance du FRR :

- ◆ créer, sur le modèle du non coté, une poche dédiée aux actions de PME/ETI dans l'allocation stratégique. En retenant une cible de 1,7 % (égale au montant de la poche dédiée au capital-investissement) et en supposant une répartition géographique des investissements (France/hors France) soit égale (50 %) soit similaire à celle observée pour les actions de grandes entreprises (10 % investis en France), le FRR pourrait ainsi investir entre 0,17 % et 0,85 % de son actif, soit entre 62 et 311 M€ en actions de PME/ETI françaises ;
- ◆ développer, dans une perspective de diversification du portefeuille et d'optimisation de la performance, l'investissement dans les fonds de prêts à l'économie. À titre d'exemple, en envisageant une cible stratégique comprise entre 0,5 % (proche de celle retenue pour l'année 2013) et 1 %, le FRR pourrait ainsi mobiliser entre 183 et 366 M€ à destination des fonds obligataires pour le financement des PME/ETI françaises.

Sur la base de ces ratios et en conservant le niveau actuel d'investissement en capital-investissement français (0,19 %), le FRR pourrait ainsi redéployer entre 122 et 617 M€ vers des actifs finançant les PME/ETI françaises.

3.1.5.2.6. L'ERAFP

À titre d'exemple, l'allocation stratégique proposée ci-après permettrait, en principe, à l'ERAFP de redéployer entre 224 et 438 M€ vers le financement des PME/ETI françaises :

- ◆ entre 0,5 et 1 % de son actif (contre 0 % en 2012 et 0,15 % en 2013), soit entre 67 et 135 M€, pourraient être investis en obligations de PME/ETI françaises, notamment au travers de fonds de prêt à l'économie (FPE) ;

⁸³ A titre de comparaison, le FRR s'est fixé pour objectif de consacrer 0,5% de son actif à des fonds de prêt à l'économie.

Rapport

- entre 1,17 % et 2,25 % de son actif (au lieu de 0 % en 2012), soit entre 157 et 303 M€ pourraient être investis dans des fonds de capital-investissement français. Cette estimation se fonde sur une allocation en capital-investissement (4,5 %) proche de celle de la Préfon (4,27 %) et de celle des grands fonds de pensions internationaux (4,6 % d'après l'étude comparative réalisée par le FMI⁸⁴) et admet une répartition géographique (France/hors France) soit égale (50 %) soit similaire à celle constatée au sein du portefeuille du régime Préfon (26 % investis en France).

3.1.5.2.7. Les gestionnaires d'épargne salariale

La précision des données collectées par la mission et la nature particulière de l'allocation d'actifs des fonds d'épargne salariale (cf. *supra*) ne permettent pas de réaliser un chiffrage du montant des actifs qui pourraient être redéployés vers le financement des PME/ETI françaises.

3.1.5.2.8. Au total, les marges de manœuvre dont disposent les différents acteurs permettraient de redéployer des montants significatifs vers le financement des PME-ETI françaises

Selon les hypothèses retenues (détaillées ci-dessus), pourraient ainsi être redéployés vers le financement des PME/ETI françaises, en sus des décisions déjà prises en 2013 :

- dans une hypothèse basse, 718 M€, dont 62 M€ en actions, 316 M€ en obligations et 340 M€ en capital-investissement ;
- dans une hypothèse haute, 1,6 Md€, dont 311 M€ en actions, 780 M€ en obligations et 519 M€ en capital-investissement.

Ces redéploiements entraîneraient une modification du couple rentabilité/risque des organismes étudiés, dans le sens d'une espérance de rentabilité supérieure pour un risque supérieur. Cette modification devra faire l'objet d'une analyse d'opportunité précise, au cas par cas, pour chacun des organismes étudiés.

Tableau 15 : Montant des actifs qui pourraient être redéployés par les organismes étudiés vers le financement des PME/ETI françaises - hypothèse basse (en millions d'euros)

	Actions PME/ETI		Obligations PME/ETI		Capital-investissement		Total	
	France	Hors France	France	Hors France	France	Hors France	Général	France
AGIRC-ARRCO	-	-	-	-	-	-	0	0
ERAFP	-	-	47	-	157	448	652	204
IRCANTEC	-	-	33	-	67	67	167	100
Préfon	-	-	59	-	116	-116	59	175
FRR	62	560	60	-	-	-	682	122
Areva	-	-	29	-	-	-	29	29
EDF	-	-	88	-	-	-	88	88
Total	62	560	316	0	340	399	1 677	718

Source : Mission.

⁸⁴ Fonds monétaire international, Global financial stability report, Chapitre 2 : « Long-term investors and their asset allocation : where are they now ? », septembre 2011.

Rapport

Tableau 16 : Montant des actifs qui pourraient être redéployés par les organismes étudiés vers le financement des PME/ETI françaises – hypothèse haute (en millions d’euros)

	Actions PME/ETI		Obligations PME/ETI		Capital-investissement		Total	
	France	Hors France	France	Hors France	France	Hors France	Général	France
AGIRC-ARRCO	-	-	-	-	-	-	0	0
ERAFP	-	-	115	-	303	303	721	418
IRCANTEC	-	-	67	-	100	100	267	134
Préfon	-	-	118	-	116	-116	118	234
FRR	311	622	246	-	-	-	1 179	557
Areva	-	-	58	-	-	-	58	58
EDF	-	-	176	-	-	-	176	176
Total	311	622	780	0	519	287	2 519	1 577

Source : Mission.

Ce montant d’actifs, s’il permettrait d’apporter un surcroît de financement significatif aux PME/ETI françaises, ne devrait pas être de nature à provoquer des effets d’éviction au sein des portefeuilles des organismes concernés susceptibles d’avoir des effets significatifs :

- ◆ le montant des actifs à redéployer, y compris dans l’hypothèse haute et en tenant compte des décisions prises en 2013 (soit 2,1 Md€ environ), ne représente pas plus d’1,5 % de l’actif total des organismes étudiés (hors épargne salariale). Si l’on part du principe que ce redéploiement s’effectuerait à partir des autres classes d’actifs au *pro rata* de leur part dans le portefeuille global des organismes, ceci pourrait conduire à moyen terme à réduire la détention d’actions de grandes entreprises d’environ 600 M€, d’obligations de grandes entreprises d’environ 400 M€ et d’obligations souveraines d’environ 800 M€ ;
- ◆ pour mémoire et par comparaison, le montant total de la capitalisation des entreprises du CAC 40 représentait, au 27 décembre 2013, 1 149,32 Md€ pour un volume moyen d’échange d’environ 2 Md€ par jour, le montant total des émissions obligataires des entreprises en France était estimé, en 2011, à 230 Md€ par la Banque de France, et le montant total de la dette négociable de l’État français s’élevait, en juin 2013, à 1 459 Md€.

3.2. Mutualiser la gestion d’une partie des organismes étudiés auprès de la Caisse des dépôts

La mutualisation des fonds des différents organismes étudiés, telle qu’elle était envisagée par l’AMAFI, pourrait prendre deux formes :

- ◆ une fusion pure et simple au sein d’une entité de gestion, qui disposerait d’un conseil d’administration responsable du pilotage de l’ensemble des passifs et de l’adossement des actifs avec ces passifs consolidés ;
- ◆ une mutualisation de la seule gestion technique des actifs, les instances de gouvernance des différents organismes demeurant responsables, chacune pour ce qui la concerne, du pilotage actif/passif et de la détermination de l’allocation stratégique d’actifs.

Rapport

La mission estime que **la première solution doit être exclue d'emblée**, et ce pour plusieurs raisons :

- ♦ elle apparaît **particulièrement difficile à accepter politiquement**, en particulier pour les partenaires sociaux siégeant aux différents conseils d'administration des organismes de retraites, ou pour les instances de gouvernance des gestionnaires des exploitations nucléaires, qui seraient ainsi dépossédés de responsabilités importantes. Au-delà même de leur attachement à ces prérogatives, la responsabilisation de ces différents acteurs est au demeurant souhaitable en soi, tant dans le domaine de la retraite que dans celui de la gestion des installations nucléaires ;
- ♦ elle pose **des questions juridiques complexes**, y compris relevant du champ constitutionnel (voir en annexe XII la note de la direction des affaires juridiques) ;
- ♦ elle serait **nécessairement très longue** à mettre en œuvre, puisqu'elle nécessiterait la rédaction d'un projet de loi, avec de longues négociations préalables ;
- ♦ elle serait **complexe à mettre en œuvre techniquement**, nécessitant vraisemblablement la création d'un établissement public, la mise en place de systèmes de gestion, et l'accompagnement en matière de ressources humaines de la fusion des équipes.

La seconde solution doit être exclue pour les exploitants nucléaires (car elle demanderait de remettre en cause le schéma de responsabilisation des exploitants retenu lors de la loi de 2006) et pour le champ de l'épargne salariale (car elle serait contradictoire avec le principe même de choix des supports d'investissements par les entreprises et les salariés). Elle pourrait en revanche être utilement envisagée pour le champ de la retraite complémentaire, où elle pourrait prendre des formes différentes, diversement opportunes en fonction du périmètre retenu.

3.2.1. Une mutualisation de la gestion des provisions pour fin de cycle des installations nucléaires et de l'épargne salariale est à exclure

La mutualisation de la gestion semble devoir être exclue, à court comme à moyen terme, pour les gestionnaires de l'épargne salariale comme pour les exploitants des installations nucléaires de base :

- ♦ **pour ce qui concerne les exploitants des installations nucléaires**, la France a fait le choix, contrairement à d'autres pays, de confier aux exploitants l'ensemble de la responsabilité du démantèlement. Cette responsabilité inclut à la fois l'évaluation des passifs, la conduite des opérations de démantèlement, le provisionnement et la gestion des actifs dédiés, placés au sein de leur bilan. La délégation de cette gestion à un établissement public serait en contradiction avec la logique institutionnelle actuellement retenue, et pourrait par ailleurs conduire à faire peser sur l'État, *in fine*, la responsabilité du passif. Il est loin d'être acquis, en outre, que ceci conduirait à améliorer la gestion des actifs, dans la mesure où l'adossement de cette gestion à la direction financière de grandes sociétés cotées permet d'ores et déjà de garantir sa qualité ;
- ♦ **pour ce qui concerne la gestion de l'épargne salariale**, son inclusion dans le périmètre d'une mutualisation impliquerait de fixer à l'ensemble des entreprises disposant de plans d'épargne salariale l'obligation d'en déléguer la gestion à un organisme public. Ceci conduirait à porter atteinte à leur liberté d'entreprendre, ainsi qu'à leur liberté contractuelle, atteintes qui pourraient être considérées comme méconnaissant des dispositions de nature constitutionnelle, selon l'analyse conduite par la direction des affaires juridiques du ministère de l'économie et des finances. Par ailleurs, l'intérêt opérationnel de confier cette gestion à un organisme public, plutôt qu'à des sociétés de gestion privées, paraît douteux.

3.2.2. Une mutualisation de la gestion de certains organismes de retraite pourrait être favorable à la qualité de la gestion

Les réserves et provisions des différents régimes de retraite complémentaire obligatoire sont aujourd'hui gérées de manière très éclatée (cf. annexe III – description du périmètre de la mission).

La faible taille des actifs gérés et des équipes en charge des investissements au sein de chaque institution ne permet pas une optimisation de la gestion. La dispersion des actifs entraîne un contrôle des risques souvent approximatif, notamment au sein des plus petites caisses, comme l'a montré le récent rapport de l'IGAS sur ce sujet⁸⁵.

Certains régimes de retraite de petite taille ne sont ainsi pas en mesure d'exploiter correctement l'ensemble du spectre des investissements (et notamment ceux qui participent au financement des PME et ETI), généralement parce qu'ils n'ont pas l'infrastructure, les ressources ou l'expertise nécessaires pour diversifier complètement leurs portefeuilles. Ils sont également pénalisés par les frais beaucoup plus élevés qu'ils paient aux intermédiaires financiers. Tous ces éléments pourraient inciter à réfléchir à une mutualisation accrue des gestions financières.

Sans remettre en question naturellement l'affectation de ces réserves aux organismes et régimes concernés, il pourrait être proposé à certains d'entre eux de mutualiser la gestion financière de leurs actifs selon un modèle de gestionnaire unique assurant la gestion de différents fonds (gestionnaire multi-fonds). Certaines caisses de retraite pourraient ainsi, tout en conservant la propriété et la responsabilité fiduciaire de leurs actifs, bénéficier des économies d'échelle et de la taille financière critique qu'un cadre de mise en commun générerait.

Une telle mutualisation permettrait de supprimer des redondances, de diminuer les coûts, d'élargir l'accès à certaines catégories d'actifs (notamment ceux qui contribuent au financement des PME et ETI) et d'améliorer les pratiques de gestion des risques. Elle permettrait également, en période de crise ou de forte volatilité sur les marchés, de connaître à tout moment l'exposition consolidée de l'ensemble des actifs gérés à un risque particulier. La gestion des actifs mis en commun pourrait ainsi contribuer à améliorer le rendement des investissements à long terme.

La mutualisation des gestions ne saurait toutefois signifier le passage à une gestion directe de l'ensemble de ces actifs. Pour des raisons de respect des règles de concurrence et de diversification des risques, la gestion centralisée de ces actifs resterait largement déléguée à des sociétés de gestion externes.

La Caisse des Dépôts apparaît en première analyse comme l'institution la mieux à même d'assurer une gestion mutualisée de ces réserves, en raison notamment :

- ◆ de son statut public et spécifique qui garantit son indépendance ;
- ◆ de sa longue expérience de gestionnaire pour compte de tiers ;
- ◆ de la qualité de son infrastructure de gestion (expertise des équipes, qualité des systèmes d'information, suivi et contrôle des risques...).

Le développement de cette mutualisation serait cohérente avec l'objectif fixé par le gouvernement au cours du comité interministériel pour la modernisation de l'action publique (CIMAP) du 18 décembre 2013, d'« *amplifier les efforts de modernisation des régimes de retraite pour offrir un meilleur service aux usagers et dégager des économies grâce à la mutualisation des fonctions support.* »⁸⁶

⁸⁵ IGAS, Rapport n°RM 2013-021 sur le contrôle des placements de régimes de retraite complémentaire obligatoires, février 2013.

⁸⁶ Relevé de décision du CIMAP du 18 décembre 2013, décision n°10.

3.2.2.1. Une mutualisation, en interne à la Caisse des dépôts, des équipes de gestion chargées du FRR, de l'ERAFP et de l'IRCANTEC pourrait être utilement mise en œuvre

Parmi les organismes étudiés par la mission, trois sont rattachées, à divers degrés, à la Caisse des dépôts :

- ◆ le FRR et l'ERAFP, établissements publics indépendants, disposent de leurs propres équipes de gestion, mais sont rattachés à la Caisse des dépôts pour leur gestion administrative ;
- ◆ l'IRCANTEC, dont les actifs sont directement gérés par la direction des retraites de la Caisse des dépôts.

Ces trois gestions financières emploient au total une centaine de personnes. La question de la mutualisation des compétences des équipes et de l'optimisation des moyens peut légitimement se poser. Elle se pose avec d'autant plus d'acuité pour le FRR, dont l'extinction désormais programmée est susceptible de soulever, dès à présent, des difficultés en matière de recrutement, de motivation des équipes et de maintien des compétences. L'utilisation de l'expertise acquise par les équipes du FRR, largement saluée au sein de la place de Paris, pourrait par ailleurs contribuer à renforcer la qualité de la gestion des autres régimes.

Proposition n° 6 : Envisager la mutualisation des équipes de gestion du FRR, de l'ERAFP et de l'IRCANTEC auprès de la Caisse des dépôts.

3.2.2.2. L'adossement de certains des autres régimes de retraite complémentaire à la Caisse des dépôts pourrait être pertinent

La possibilité pourrait être offerte aux caisses de retraite qui gèrent de petits encours d'actifs, en particulier les caisses des professions libérales, de confier leurs actifs à la Caisse des dépôts dans le cadre d'une gestion pour compte de tiers.

En pratique, pour chaque caisse ou régime, la répartition des rôles en matière financière pourrait être la suivante :

- ◆ la structure de gouvernance du régime - généralement, le conseil d'administration - resterait chargée de définir les orientations générales de la politique de placement des actifs de l'organisme eu égard à ses contraintes de passif. Sur la base des propositions formulées par la Caisse des dépôts, le conseil d'administration déciderait de l'allocation stratégique d'actifs. Les contraintes de passif et les horizons d'investissement étant a priori différents pour chaque caisse, les allocations d'actifs resteraient spécifiques à chaque entité ;
- ◆ la Caisse des dépôts assurerait la mise en œuvre des orientations de la politique de placement et rendrait compte de sa gestion à la structure de gouvernance. Elle serait chargée :
 - des propositions d'allocation stratégique soumises au conseil d'administration ;
 - du pilotage de l'allocation tactique ;
 - de la sélection des gestionnaires externes par appels d'offres et de l'élaboration des cahiers des charges de ces appels d'offres, pour la part de la gestion d'actifs confiée à des sociétés de gestion ;
 - du suivi de l'ensemble de la gestion y compris des mandats de gestion, de l'analyse des performances des portefeuilles et du contrôle de la réalisation par les gérants de l'ensemble des prestations financières dues au titre de leur mandat ;
 - du contrôle des risques financiers et opérationnels ;

Rapport

- du pilotage juridique des mandats et contrats.

En pratique, ce serait donc l'extension du système de gestion actuel de l'IRCANTEC ou du régime d'allocation viagère des gérants de débits de tabac. L'adossement à la Caisse des dépôts permettrait à chaque caisse de retraite concernée de bénéficier du cadre de contrôle interne du groupe Caisse des dépôts, des services bancaires, de conservation et de dépositaire ainsi que de l'ensemble des fonctions support (juridique, risques, achats...).

Cette réflexion devra être menée **en cohérence avec les travaux conduits actuellement par l'IGAS et la direction de la sécurité sociale sur la réforme du cadre prudentiel applicable aux caisses de retraite complémentaires**. A cet égard, il paraîtrait pertinent, au vu des risques identifiés par la mission de l'IGAS susmentionnée, de prévoir une réglementation prudentielle différenciée entre :

- ◆ des dispositions à caractère général, applicables à l'ensemble des caisses de retraite, qui limiteraient ou interdiraient l'utilisation des produits les plus complexes ou les plus risqués ;
- ◆ des dispositions particulières plus restrictives, qui pourraient dépendre de l'option choisie par l'organisme pour sa gestion :
 - pour ceux qui feraient le choix de déléguer la gestion à la Caisse des dépôts, une marge de manœuvre significative serait laissée au Conseil d'administration pour définir sa politique de gestion, dans la mesure où l'adossement à la Caisse des dépôts apporte une bonne garantie de sécurité et de qualité de la gestion ;
 - pour ceux qui choisiraient de conserver la gestion de leurs actifs, sans pour autant pouvoir attester qu'ils respectent les règles de gestion des risques imposées par l'AMF aux sociétés de gestion⁸⁷, des règles d'encadrement strictes s'appliqueraient.

Ceci permettrait de garantir une meilleure sécurité des placements des différents organismes, tout en incitant à leur consolidation auprès de la Caisse des dépôts, sans que celle-ci revête toutefois un caractère obligatoire.

La conformité de cette solution au droit des marchés publics devra faire l'objet d'un examen approfondi. Une première analyse produite par la direction des affaires juridiques du ministère de l'économie et des finances (cf. annexe XII) indique, sous réserve d'analyse complémentaire, que cette compatibilité ne pourrait être garantie que dans le cadre de la dérogation prévue au 2° de l'article 3 du code des marchés publics et admise par la Cour de justice de l'Union européenne, par dérogation aux règles du traité (article 106 TFUE), qui permet aux pouvoirs publics d'accorder à certains organismes des droits exclusifs. Un tel droit exclusif pourrait ainsi être accordé à la Caisse des dépôts dans le domaine de la gestion d'actifs des caisses de retraite complémentaire.

Proposition n° 7 : Sous réserve d'une expertise juridique complémentaire, prévoir dans la réglementation prudentielle applicable aux caisses de retraites complémentaires, des règles d'encadrement différenciées, permettant de laisser une marge de manœuvre plus importante dans l'allocation d'actifs à celles qui choisiraient de déléguer leur gestion à la Caisse des dépôts.

Pour ce qui concerne spécifiquement l'AGIRC-ARRCO, il apparaît souhaitable, à court terme, de poursuivre la consolidation de la gestion des réserves techniques, aujourd'hui très éclatée⁸⁸, au niveau du GIE, afin de dégager des économies d'échelle.

⁸⁷ Instruction AMF n°2012-01

⁸⁸ Seules 37,7% des réserves des régimes sont aujourd'hui gérées directement par les fédérations AGIRC et ARCCO, le solde étant réparti entre quatorze groupes de protection sociale pour la France métropolitaine et cinq pour l'outre-mer.

Proposition n° 8 : Consolider la gestion des réserves techniques de l'AGIRC-ARCCO au niveau du GIE.

A moyen terme, une mutualisation de la gestion des réserves de l'AGIRC-ARCCO avec celle des autres régimes de retraite complémentaire pourrait légitimement être étudiée, dans la perspective d'une consolidation de la gestion des régimes de retraite complémentaire obligatoire. Toutefois, contrairement à d'autres caisses de retraite de petite taille, les équipes de l'AGIRC-ARCCO ne sont pas confrontées aujourd'hui à un problème de « taille critique » qui nuirait à la qualité de leur gestion : le montant des actifs gérés permet d'entretenir des équipes et des systèmes de gestion adéquats. L'incertitude qui s'attache aujourd'hui à la pérennité des réserves de l'AGIRC-ARCCO invite en outre à considérer avec prudence la perspective de son inclusion au sein d'une gestion mutualisée. À moyen terme toutefois, si les paramètres de pilotage à long terme de ses réserves venaient à être précisés, la question de son inclusion dans une démarche de mutualisation pourrait à nouveau être posée.

3.3. Utiliser l'expertise de Bpifrance pour aider certains organismes à accéder aux classes d'actifs permettant le financement des PME/ETI

L'accès aux classes d'actifs permettant le financement des PME et ETI peut représenter une difficulté pour les gestionnaires d'actifs, dans la mesure où il nécessite des connaissances techniques spécifiques, et implique d'être en mesure de négocier efficacement les frais de gestion afin de limiter les coûts d'intermédiation.

Pour les organismes qui accèdent pour la première fois à ces classes d'actifs, ou qui ne disposent pas en interne d'équipes dédiées, il paraîtrait pertinent de recourir préférentiellement à un ou plusieurs fonds de fonds, permettant de limiter le risque. L'expertise de Bpifrance pourrait être mobilisée en vue de la constitution de tels fonds.

Bpifrance pourrait ainsi proposer aux organismes qui souhaitent développer ou accroître leur investissement dans les classes d'actifs permettant le financement de PME et ETI une prestation d'expertise rémunérée (de type *gatekeeping*), en vue de la constitution de fonds de fonds, consistant à :

- ◆ définir, en concertation avec les organismes intéressés, la politique d'investissement du fonds, en terme de classes d'actifs, de cible géographique, de taille des investissements, d'expérience et de qualité des équipes de gestion des fonds à investir... ;
- ◆ sélectionner un gestionnaire privé susceptible d'assurer la gestion du fonds en fonction du cahier des charges établi en évaluant notamment la capacité du gestionnaire à mobiliser une majorité d'investissements privés au sens de la réglementation européenne ;
- ◆ négocier les frais de gestion avec le gestionnaire. Le recours à un fonds commun à plusieurs investisseurs et à une expertise externe permet de faciliter cette négociation, et de réduire significativement les frais par rapport à ceux qui pourraient être appliqués si chaque gestionnaire réalisait séparément un appel d'offre.

En complément, Bpifrance pourrait se positionner comme gestionnaire d'un de ces fonds de fonds, sur le modèle du fonds FFI3+ (cf. *infra*), sans pour autant être soumis à l'obligation de lever une majorité de fonds privés.

Proposition n° 9 : Recourir à Bpifrance pour fournir une prestation d'expertise visant à aider les organismes qui le souhaitent à constituer un ou plusieurs fonds de fonds investissant dans des titres contribuant au financement de long terme des PME et ETI. L'un de ces fonds pourrait, le cas échéant, être géré directement par Bpifrance.

Rapport

De tels fonds pourraient utilement investir prioritairement en capital-investissement (en particulier en capital-développement) et subsidiairement en obligations de PME/ETI non cotées ou en actions de PME/ETI cotées.

Selon les échanges exploratoires conduits par la mission avec Bpifrance, la durée prévisionnelle d'un tel fonds devrait être de 12 à 15 ans. Le rendement attendu, net de frais de gestion, pourrait se situer, dans une approche conservatrice, entre 4 et 6 %.

Les fonds pourraient utilement être « ouverts au marché » : il pourrait être proposé à d'autres investisseurs, notamment privés (compagnies d'assurances, institutions de prévoyance...) d'y participer.

Afin de garantir que l'allocation des fonds correspond à une stratégie optimale, et d'éviter toute contrariété avec le droit communautaire, il paraît préférable d'éviter, au sein des directives d'investissement du fonds, de mentionner l'obligation d'investir la totalité, ou une part prédéfinie des actifs dans des entreprises ayant une activité économique en France (cf. annexe XII).

A cet égard, il convient toutefois de souligner que :

- ◆ le biais national constaté au sein des fonds de capital-investissement, selon Bpifrance, est nettement supérieur pour les fonds de capital-développement par rapport aux fonds de capital-risque. La part prépondérante du capital-développement, cohérente par ailleurs avec l'objectif de rendement du fonds (*cf. supra*), permettrait de favoriser leur investissement dans les entreprises ayant une activité en France ;
- ◆ il pourrait également être proposé, parmi les directives d'investissement du fonds, que celui-ci co-investisse (pour tout ou partie de ses actifs) avec l'un des fonds du programme France investissement (cf. encadré ci-dessous). Sans être exclusivement concentré sur les entreprises implantées en France, celui-ci prévoit toutefois que les fonds soient investis à hauteur de 85 % au moins dans des fonds gérés par des équipes basées en France, et investissant principalement dans des entreprises françaises non cotées. A titre d'exemple, Bpifrance a constitué en 2013 le fonds d'investissement FFI3+, auquel participe la direction des fonds d'épargne de la Caisse des dépôts (à hauteur de 50 M€), et qui sera également ouvert à d'autres investisseurs, fonds qui a pour objectif de co-investir aux côtés du fonds FFI3 constitué dans le cadre du programme France investissement, en ciblant les fonds de capital développement et de capital-risque les plus performants.

Cette proposition pourrait être mise en œuvre, quelle que soit la solution retenue quant à la mutualisation de la gestion de tout ou partie des organismes concernés auprès de la Caisse des dépôts (*cf. supra*). En effet, si les organismes conservent une gestion indépendantes, ils pourront trouver avantage à se regrouper pour constituer un fonds en commun. Si leur gestion est mutualisée, la direction des retraites de la Caisse des dépôts pourrait elle aussi trouver avantage à recourir à Bpifrance pour réaliser des investissements dans les classes d'actifs permettant le financement des PME/ETI, dans la mesure où l'expertise dont la Caisse des dépôts disposait en interne sur ce sujet a été largement transférée à Bpifrance. C'est du reste la solution qui a été retenue, dans le cadre du dispositif FFI3+ (*cf. supra*), par la direction des fonds d'épargne de la Caisse des dépôts.

Encadré 9 : Le programme France Investissement

Le dispositif France investissement a été mis en place par la convention du 7 octobre 2006 entre l'État et la Caisse des dépôts, et renouvelé jusqu'en 2020 par la convention du 1^{er} mars 2012 entre l'État et le groupe Caisse des dépôts.

Il vise à soutenir le financement en fonds propre des PME à fort potentiel de croissance, à toutes les étapes de leur développement. Il est focalisé sur trois priorités principales :

- le soutien à l'innovation, en favorisant le financement des jeunes entreprises innovantes ;

Rapport

- la croissance des PME autonomes, en accompagnant les PME matures ayant une stratégie de forte croissance sur leurs marchés, en finançant des opérations de développement, d'acquisition de technologies ou de transmission patrimoniale ;
- la constitution d'un tissu d'ETI plus nombreuses et plus solides, en finançant des opérations de consolidation de plusieurs PME ayant des marchés ou des savoir-faire complémentaires.

Il vise à coordonner l'ensemble des moyens mobilisés par les pouvoirs publics pour soutenir les PME de croissance, et à faire levier sur l'investissement privé, sans effet de substitution, en concentrant les investissements publics sur les segments où les investissements privés sont insuffisants.

France investissement est composé de deux branches :

- une « branche publique », gérée initialement par la Caisse des dépôts et le FSI (et désormais par Bpifrance) ;
- l'autre gérée par des investisseurs privés, regroupant des fonds de fonds privés partenaires de France investissement, qui peuvent être abondés en partie par Bpifrance.

Dans le cadre de la branche publique, Bpifrance intervient dans des conditions de marché, en investissant de manière minoritaire aux côtés d'investisseurs privés. Les principaux instruments de la branche publique sont :

- des fonds de fonds souscrits majoritairement par les acteurs publics et gérés par Bpifrance ;
- des fonds souscrits majoritairement par les acteurs privés et gérés par Bpifrance.

Bpifrance peut notamment souscrire en capital dans des fonds ou sociétés de capital investissement ou des fonds communs de titrisation, *pari passu* avec les autres investisseurs, investir en direct en fonds propres ou en quasi-fonds propres en co-investissement avec des fonds ou sociétés de capital-risque, ou encore en apportant une garantie de la participation détenue par un fonds, voire par un investisseur institutionnel dans une PME. Plusieurs fonds de fonds dédiés ont été créés à cet effet. Ils sont ouverts aux partenaires privés qui souhaitent y souscrire.

De façon générale, Bpifrance investit de manière minoritaire aux côtés d'investisseurs privés, dans des conditions de marché, selon les mêmes dispositions financières et juridiques que les autres investisseurs (*pari passu*), et en recherchant la rentabilité à long terme de ses investissements. Ses interventions respectent les lignes directrices concernant le soutien public aux investissements en capital-investissement dans les PME établies par la Commission européenne⁸⁹ (à l'exception des véhicules spécifiques ciblés sur les défaillances de marché et validés par la Commission européenne, comme le fonds national d'amorçage).

La branche privée de France Investissement regroupe les partenaires privés de premier rang, prêts à s'engager contractuellement dans la durée à mobiliser des capitaux pour les PME, via des investissements dans des fonds ou dans des entreprises. Ces partenaires mettent en place des fonds de fonds privés, agréés par les instances de gouvernance du programme, qui peuvent être souscrits majoritairement par les investisseurs privés, et gérés par des équipes de gestion privée, ou confiés en gestion à Bpifrance. Les fonds de fonds privés doivent répondre à un cahier des charges, qui fixe la politique d'investissement, les modalités d'information de Bpifrance sur leur activité, et l'engagement de faire adhérer le gestionnaire à une charte de bonnes pratiques.

La politique d'investissement prévoit en particulier que :

- les fonds pourront être investis en capital-risque, capital-développement et capital-transmission, en apportant de manière générale des fonds propres ou quasi-fonds propres, ou par exception de la dette ;
- les montants investis seront limités à 15 M€ par entreprise, sauf exception ;
- sont éligibles aux interventions de France Investissement les fonds établis en France, gérés par des équipes basées en France, et qui investissent principalement dans des entreprises françaises non cotées. Dans la limite de 15 % des engagements sont également éligibles les fonds gérés par des équipes françaises qui investissent majoritairement hors de France, et les fonds établis ou gérés hors de France, à condition qu'ils s'engagent à investir en France à hauteur au moins du double de l'investissement reçu du fonds de fonds.

L'activité du programme France investissement est suivie par un conseil d'orientation, un comité exécutif et un comité financier, qui rassemblent les partenaires publics et privés.

Source : Mission, d'après Bpifrance.

⁸⁹ Lignes directrices concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital investissement dans les petites et moyennes entreprises du 18 août 2006.

CONCLUSION

La désintermédiation bancaire est déjà une réalité pour les grandes entreprises, et se développe pour les entreprises de taille intermédiaire, notamment pour les plus dynamiques. Le besoin de financement des PME reste et restera encore largement assuré par des financements bancaires, mais certains stades de leur développement nécessitent des types de financements (capital-investissement, dettes de long terme...) que les banques sont plus réticentes à apporter dans le nouveau contexte prudentiel. Les assureurs, même s'ils restent des investisseurs importants en actions et obligations d'entreprises, sont aussi sur certains segments contraints par les nouvelles règles de charge en capital en fonction de la nature des actifs.

Si les besoins, difficiles à chiffrer précisément et évolutifs en fonction du cycle économique, ne sont pas considérables en montants absolus, l'absence de financements de long terme adaptés et suffisants peut être un obstacle à certains stades particuliers de la vie et du développement des PME et ETI. La possibilité de mieux mobiliser les actifs des institutions examinées par la mission pour faire face à ces besoins, pour autant que leurs obligations de passif le permettent, a donc du sens, à la fois pour optimiser leur couple risque-rendement, et pour répondre aux besoins de l'économie française.

Cette réponse ne serait toutefois qu'un facteur secondaire du développement des PME et ETI françaises : la réduction des délais de paiement, le développement d'un marché financier adapté notamment auraient des effets plus significatifs sur leurs perspectives de croissance. Et la part relative des investissements que ces institutions pourront faire dans les PME et ETI sera obligatoirement, pour des raisons prudentielles, très minoritaire dans leurs allocations d'actifs.

La nature du cadre juridique et le paysage très hétérogène des obligations de passif des institutions examinées par la mission rend la solution d'une gestion mutualisée de leurs actifs très difficile à concevoir. De plus, les spécificités et la sensibilité de l'objet social que portent des acteurs aussi différents que les régimes de retraite complémentaires –eux-mêmes très hétérogènes-, les gestionnaires de l'épargne salariale et les entreprises du secteur nucléaire rendent l'idée d'un « fonds de financement de l'économie française » qui regrouperait l'ensemble peu crédible. La mission ne conseille donc pas de s'engager sur cette voie.

En revanche, les limites que rencontrent certaines des institutions dans l'allocation de leurs actifs, du fait des textes qui les régissent, ou pour certaines du fait de leur taille (les petits régimes de retraite complémentaire obligatoires), rendent souhaitable une modification des règles, qui sera d'abord bénéfique à la pertinence de l'adossement de leurs actifs à leurs passifs, et secondairement au financement de long terme des PME et ETI implantées en France.

C'est en particulier le cas de l'établissement des retraites additionnelles de la fonction publique, dont l'encadrement actuel des possibilités d'allocation de ses actifs est en contradiction avec l'intérêt même des fonctionnaires qui y cotisent. Il est urgent d'y porter remède. Sa taille actuelle et future, la logique de sa structure financière, peuvent en faire un acteur significatif du financement de l'économie française par des instruments de long terme que d'autres peuvent difficilement apporter, et qui amélioreront son rendement.

Rapport

C'est aussi le cas des régimes de retraite complémentaire obligatoires, dont le rapport de l'IGAS a montré que la qualité de leur adossement actif/passif venait plus de leur gouvernance - elle-même pour partie conditionnée par la taille - que des règles fixées par le code de la sécurité sociale, toujours délicates à articuler avec les autres corpus législatifs et réglementaires. Le fait que des acteurs non inclus dans le périmètre de ce code, comme l'AGGIRC-ARRCO, aient en pratique des règles internes de gouvernance de meilleure qualité démontre que les textes réglementaires ne doivent être qu'un instrument supplétif. La mission préconise donc que la réforme en cours du code de la sécurité sociale ne fixe des règles contraignantes que pour ceux des régimes qui n'ont pas une taille suffisante de bilan, ou qui ne font pas le choix de déléguer la gestion de leurs actifs à la Caisse des dépôts et consignations, comme le fait aujourd'hui l'IRCANTEC.

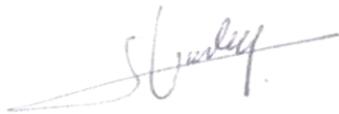
Pour EDF et AREVA, la sensibilité politique du sujet du démantèlement des installations nucléaires, leur statut d'entreprise de droit privé, leurs capacités internes de gestion de leur bilan font qu'une externalisation et une mutualisation seraient contre-productives. La réforme récente de leurs règles prudentielles leur donne déjà une possibilité d'allocation de leurs actifs dédiés satisfaisante.

Pour l'épargne salariale enfin, l'enjeu est plutôt de mieux distinguer les régimes sociaux et fiscaux attachés à l'épargne longue des PERCO, qu'il faut favoriser, de ceux des produits d'épargne plus liquides : c'est la même problématique que celle d'autres produits d'épargne, où la sécurité et la liquidité sont paradoxalement avantagées par rapport aux produits longs et risqués.

Pour l'ensemble de ces acteurs, mais vraisemblablement aussi pour d'autres institutions que la mission n'a pas étudiées, le développement d'initiatives communes, comme celles qui ont déjà eu lieu par exemple avec les fonds NOVA et NOVO, est une voie à considérer. Elles permettront de proposer à des acteurs dont les horizons de passifs et la dispersion des risques sont très divers de trouver des véhicules adaptés à leurs besoins, et répondant aux différents segments des besoins de financement de long terme de l'économie française. Bpifrance pourrait apporter un soutien utile à la création de ce type de véhicules.

A Paris, le 15 février 2014

L'inspecteur général des finances



Laurent VACHEY

L'inspecteur des finances



Charles TROTTMANN

SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS

Proposition n° 1 : Mobiliser les instances de gouvernance des organismes étudiés, afin de les inciter à prendre en compte, dans leur stratégie d'allocation d'actifs, les classes d'actifs contribuant au financement des PME et ETI françaises.

Proposition n° 2 : Modifier la réglementation prudentielle applicable à l'ERAFP, afin d'alléger les contraintes applicables à la détention d'actions et d'actifs alternatifs.

Proposition n° 3 : Inciter à la détention, au sein des plans d'épargne salariale, d'une part réduite d'actifs contribuant au financement des PME/ETI françaises

Proposition n° 4 : Favoriser l'allongement de la durée de détention des fonds en épargne salariale.

Proposition n° 5 : Clarifier les contraintes de passif des exploitants des installations nucléaires de base, du FRR et de l'AGIRC-ARRCO.

Proposition n° 6 : Etudier l'opportunité de mutualiser les équipes de gestion du FRR, de l'ERAFP et de l'IRCANTEC auprès de la Caisse des dépôts.

Proposition n° 7 : Dans le cadre de la réforme de la réglementation prudentielle applicable aux caisses de retraites complémentaires, prévoir des règles d'encadrement différenciées, permettant de laisser une marge de manœuvre plus importante dans l'allocation d'actifs à celles qui choisiraient de déléguer leur gestion à la Caisse des dépôts.

Proposition n° 8 : Recourir à Bpifrance pour fournir une prestation d'expertise visant à aider les organismes qui le souhaitent à constituer un fonds de fonds investissant dans des titres contribuant au financement de long terme des PME et ETI.

ANNEXE I

LETTRE DE MISSION



LE MINISTRE

Paris, le 19 SEP. 2013

Nos réf. : 2013 / 63236

Car Madame la Chef du service,

L'accès des entreprises au financement constitue une préoccupation constante du gouvernement, notamment pour les très petites entreprises (TPE) et les petites et moyennes entreprises (PME). L'encouragement à l'investissement en actions dans les entreprises cotées est également un facteur important pour la place de Paris et la stabilité de l'actionnariat des entreprises françaises. Dans un contexte toujours marqué par un risque d'instabilité financière et par le renforcement des obligations prudentielles des acteurs financiers, les financements offerts à ces entreprises tant en dette qu'en fonds propres peuvent être volatils et, dans certains cas, pourraient être insuffisants.

Le gouvernement a entrepris plusieurs réformes structurantes afin d'améliorer les conditions de financement des entreprises et en particulier en faveur des investissements en fonds propres (création de la Banque Publique d'Investissement, réforme de la fiscalité des plus values de cession, réforme du code des assurances...).

En complément de ces mesures, le gouvernement souhaite engager une réflexion en vue d'identifier d'éventuelles voies d'amélioration de la contribution des avoirs financiers détenus par des entités publiques ou para-publiques au financement de l'économie. En effet, au-delà de l'Agence des Participations de l'Etat qui gère le portefeuille de participations de l'Etat, et de la BPI, de nombreuses entités publiques ou para-publiques disposent d'investissements en actions dans des entreprises.

Certaines entités disposent de ressources importantes destinées à financer de manière pérenne certaines politiques publiques ou à couvrir des engagements futurs. Il s'agit notamment du fonds de réserve des retraites, des entités depositaires de dotations non consommables dans le cadre du grand emprunt

Madame Marie-Christine LEPETIT
 Chef du Service
 Inspection générale des finances
 Bâtiment Colbert
 139 rue de Bercy
 75572 PARIS CEDEX 12

Des organismes de droit public ou de droit privé à but non lucratif assumant des missions d'intérêt général sont également susceptibles de gérer un volume important d'actifs financiers. Il s'agit notamment des organismes de retraite complémentaire obligatoire du secteur public ou du secteur privé ou des dispositifs d'épargne salariale.

D'autres entités disposent de portefeuilles d'investissements dans le cadre de leur politique de placement.

La mobilisation de ces ressources constitue un enjeu considérable pour le financement de l'économie. Pour cette raison, je souhaite vous confier une mission d'analyse et de conseil portant sur l'optimisation des stratégies de placement des avoirs des organismes publics ou assumant des missions d'intérêt général.

Cette mission s'emploiera à recenser précisément le volume des ressources financières détenues par ces entités, ainsi que les classes d'actifs dans lesquelles elles sont placées et les stratégies d'investissement retenues, que vous aurez soin d'éclairer à la lumière de l'objet social des entités concernées.

Sur la base d'une agrégation de ces informations, vous évaluerez la contribution de l'ensemble de ces placements au financement de l'économie française, en détaillant les secteurs et les types d'entreprises qui en bénéficient, la maturité des placements et le type de projets ou d'emplois qu'ils sont susceptibles de financer.

Ce diagnostic viendra nourrir une réflexion sur les conditions d'optimisation de l'utilisation de ces ressources, en vue d'en améliorer la contribution au financement de l'économie réelle, sans compromettre les objectifs propres à chacune de ces entités, ni la nécessité d'une gestion prudente de leurs avoirs et d'une maîtrise des risques financiers de toute nature.

Vous étudierez notamment les perspectives d'une coordination accrue des stratégies de placement de ces différents organismes, en tenant compte de leur statut juridique et de la nature des obligations de service public qui leur incombent, et des besoins de financement des différents secteurs de l'économie française. Vous expertiserez différents scénarios, qu'il vous appartiendra de construire, permettant une plus grande efficacité de la gestion des actifs de ces organismes. Ces scénarios pourront inclure la création d'un fonds de financement de l'économie française dont vous étudierez la faisabilité technique de mise ne œuvre et mesurerez les coûts et les bénéfices attendus.

Tout au long de ces travaux, vous veillerez à vous appuyer sur une consultation étroite des organismes dépositaires de ces ressources, ainsi que de l'ensemble des parties prenantes, incluant les représentants des entreprises et de la place financière.

Vous bénéficierez du concours de l'ensemble des services compétents du ministère de l'économie et des finances, notamment la direction générale du Trésor, la direction générale des finances publiques, l'Agence des Participations de l'Etat, ainsi que la direction du budget.

Je vous saurai gré de bien vouloir me faire parvenir vos conclusions avant le 15 décembre 2013.

Fidèlement,

Pierre Moscovici

Pierre MOSCOVICI

ANNEXE II

Personnes rencontrées

SOMMAIRE

1. CABINETS MINISTÉRIELS	1
1.1. Ministère de l'économie et finances	1
1.2. Ministère du redressement productif.....	1
1.3. Ministère délégué chargé du budget.....	1
2. CORPS DE CONTRÔLE	1
2.1. IGAS.....	1
2.2. Cour des Comptes	1
3. ADMINISTRATIONS CENTRALES.....	1
3.1. Ministère de l'économie et des finances	1
3.1.1. <i>Direction générale du trésor</i>	1
3.1.1.1. Agence des participations de l'Etat.....	2
3.1.1.2. <i>Direction des affaires juridiques</i>	2
3.2. Ministère de l'écologie, du développement durable et de l'énergie.....	2
3.3. Ministère des affaires sociales et de la santé.....	2
4. ORGANISMES PUBLICS	2
4.1. Régimes de retraite complémentaire et supplémentaire.....	2
4.1.1. <i>AGIRC/ARCCO</i>	2
4.1.2. <i>ERAFF</i>	2
4.1.3. <i>PREFON</i>	2
4.2. Organismes gestionnaires de fonds.....	3
4.2.1. <i>Caisse des dépôts et consignations</i>	3
4.2.2. <i>Fonds de réserve pour les retraites</i>	3
4.2.3. <i>Bpifrance</i>	3
4.3. Autres organismes publics.....	3
4.3.1. <i>Autorité des marchés financiers (AMF)</i>	3
4.3.2. <i>Banque de France</i>	3
4.3.3. <i>Commissariat général à l'investissement (CGI)</i>	3
4.3.4. <i>Médiation du crédit</i>	4
5. GESTIONNAIRES D'ACTIFS PRIVÉS	4
5.1. Gestionnaires de fonds de démantèlement nucléaire.....	4
5.1.1. <i>EDF</i>	4
5.1.2. <i>AREVA</i>	4
5.2. Gestionnaires de fonds d'épargne salariale	4
5.2.1. <i>BNP Paribas</i>	4
5.2.1.1. <i>BNP Paribas Asset management</i>	4
5.2.1.2. <i>BNP Paribas épargne et retraite entreprises</i>	4
5.2.2. <i>Natixis Interépargne</i>	4
5.2.3. <i>Amundi Asset management</i>	4
5.3. Acteurs du marché du financement des PME/ETI	5
5.3.1. <i>Gestionnaires des fonds NOVA 1 et 2</i>	5

5.3.1.1.	Amiral Gestion	5
5.3.1.2.	CM-CIC Asset management.....	5
5.3.2.	<i>Gestionnaires des fonds NOVO 1 et 2</i>	5
5.3.2.1.	BNP Paribas Investment managers.....	5
5.3.2.2.	Tikehau Investment managers	5
5.3.3.	<i>IDMidcaps</i>	5
6.	ASSOCIATIONS ET FÉDÉRATIONS PROFESSIONNELLES	5
6.1.	MEDEF	5
6.2.	CGPME	6
6.3.	Fédération bancaire française	6
6.4.	Fédération française des sociétés d'assurance	6
6.5.	Association française de la gestion financière (AFG).....	6
6.6.	Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC).....	6
6.7.	Association française des investisseurs institutionnels (AF2I).....	6
6.8.	Association française des marchés financiers (AMAFI).....	6
6.9.	PMEFinance	7
7.	PERSONNALITÉS QUALIFIÉES	7

1. Cabinets ministériels

1.1. Ministère de l'économie et finances

- ◆ Alexis Kohler, directeur adjoint du cabinet
- ◆ Jean-Jacques Barberis, conseiller chargé du financement des entreprises, de la concurrence, de la consommation et des professions libérales
- ◆ Alexis Zajdenweber, conseiller chargé du secteur financier
- ◆ Fabrice Aubert, conseiller juridique

1.2. Ministère du redressement productif

- ◆ Eric Huber, conseiller technique financement, soutien à l'innovation

1.3. Ministère délégué chargé du budget

- ◆ Yann-Gaël Amghar, conseiller comptes sociaux

2. Corps de contrôle

2.1. IGAS

- ◆ MM. Pascal Penaud, Vincent Ruol et Paul Gemelgo, rédacteurs du rapport sur la gestion des organismes de retraite complémentaire obligatoire

2.2. Cour des Comptes

- ◆ M. Raoul Briet, président de la première chambre
- ◆ M. Gabriel Ferriol, auditeur

3. Administrations centrales

3.1. Ministère de l'économie et des finances

3.1.1. Direction générale du trésor

- ◆ Sébastien Raspiller, Sous-directeur du financement des entreprises et du marché financier (FINENT)
- ◆ Thomas Groh, sous-directeur des assurances (ASSUR)
- ◆ Maylis Coupet, chef du bureau de l'épargne et du marché financier (FINENT 1)
- ◆ Jean Boissinot, chef du pôle d'analyse économique du secteur financier

ANNEXE II

3.1.1.1. Agence des participations de l'Etat

- ◆ Claire Cheremetinski, sous-directrice de l'énergie
- ◆ Thomas Gosset, chef du bureau chargé du suivi d'EDF
- ◆ François Engel, chef du bureau chargé du suivi d'Areva

3.1.2. Direction des affaires juridiques

- ◆ François Schoeffler, sous-directeur du droit public, européen et international

3.2. Ministère de l'écologie, du développement durable et de l'énergie

- ◆ Charles-Antoine Louët, sous-directeur de l'industrie nucléaire
- ◆ Hélène Brunet-Lecompte, chef du bureau des charges de long terme
- ◆ Marc Vaucher, adjoint au chef du bureau des charges de long terme

3.3. Ministère des affaires sociales et de la santé

- ◆ Brice Lepetit, chef du bureau des régimes professionnels de retraite et des institutions de protection sociale complémentaire (3C) à la direction de la sécurité sociale

4. Organismes publics

4.1. Régimes de retraite complémentaire et supplémentaire

4.1.1. AGIRC/ARCCO

- ◆ Jean-Jacques Marette, directeur général
- ◆ Philippe Goubeault, directeur financier

4.1.2. ERAFP

- ◆ Philippe Desfossés, directeur
- ◆ Alain Dorison, président du comité actif/passif

4.1.3. PREFON

- ◆ Pascal Renaud, président
- ◆ Christian Carrega, directeur général

4.2. Organismes gestionnaires de fonds

4.2.1. Caisse des dépôts et consignations

- ◆ Odile Renaud-Basso, directrice générale adjointe
- ◆ Thierry Giami, conseiller du directeur général, président de l'observatoire du financement des entreprises par le marché
- ◆ Anne-Sophie Grave, directrice des retraites et de la solidarité
- ◆ Virginie Chapron du Jeu, directrice des investissements et de la comptabilité à la direction des retraites et de la solidarité

4.2.2. Fonds de réserve pour les retraites

- ◆ Olivier Rousseau, membre du directoire
- ◆ Yves Chevalier, membre du directoire
- ◆ Yann Derrien, directeur du financement et des risques
- ◆ Salwa Boussoukaya-Nasr, directeur financier

4.2.3. Bpifrance

- ◆ Daniel Balmisse, directeur exécutif, membre du comité exécutif de Bpifrance, directeur des fonds de fonds
- ◆ Bertrand Finet, directeur exécutif, directeur des fonds propres des PME
- ◆ Guillaume Mortelier, directeur du pôle développement

4.3. Autres organismes publics

4.3.1. Autorité des marchés financiers (AMF)

- ◆ Gérard Rameix, président
- ◆ Benoît de Juvigny, secrétaire général

4.3.2. Banque de France

- ◆ Robert Ophèle, deuxième sous-gouverneur
- ◆ Patrick Montagnier, directeur de la deuxième direction du contrôle des assurances de l'autorité de contrôle prudentiel et de résolution

4.3.3. Commissariat général à l'investissement (CGI)

- ◆ Louis Gallois, Commissaire général à l'investissement
- ◆ Thierry Francq, commissaire général adjoint à l'investissement
- ◆ Pascal Werner, directeur « financements, investissements et amorçage »

4.3.4. Médiation du crédit

- ◆ Jeanne-Marie Prost, médiatrice du crédit
- ◆ Benjamin Delozier, médiateur adjoint

5. Gestionnaires d'actifs privés

5.1. Gestionnaires de fonds de démantèlement nucléaire

5.1.1. EDF

- ◆ M. Thomas Piquemal, directeur exécutif groupe finance, directeur Amérique du Nord
- ◆ M. Jean-Marc Lefeuvre, directeur de la division ALM, directeur du financement et des investissements

5.1.2. AREVA

- ◆ M. Pierre Fourrier, directeur des opérations de financement et de la trésorerie

5.2. Gestionnaires de fonds d'épargne salariale

5.2.1. BNP Paribas

5.2.1.1. *BNP Paribas Asset management*

- ◆ Christian Dagnat, CEO
- ◆ David Pillet, CEO business manager

5.2.1.2. *BNP Paribas épargne et retraite entreprises*

- ◆ Patrick Lamy, directeur des affaires juridiques et fiscales, des relations extérieures et de la créativité
- ◆ Gaétan Obert, chef de la division « investissement socialement responsable »

5.2.2. Natixis Interépargne

- ◆ José Castro, directeur du développement

5.2.3. Amundi Asset management

- ◆ Pierre Schereck, directeur de l'épargne entreprise et de l'investissement socialement responsable
- ◆ Loïc Becue, directeur des gestions épargne entreprise
- ◆ Bernard Agulhon, responsable régulation

ANNEXE II

- ◆ Florent Gautier, responsable juridique adjoint en charge de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié

5.3. Acteurs du marché du financement des PME/ETI

5.3.1. Gestionnaires des fonds NOVA 1 et 2

5.3.1.1. *Amiral Gestion*

- ◆ Julien Lepage, directeur général
- ◆ Benjamin Biard, directeur général délégué

5.3.1.2. *CM-CIC Asset management*

- ◆ Olivier Vaillant, président du directoire
- ◆ Christophe Besson, membre du directoire, chief investment officer
- ◆ Luc Peyronel, directeur général adjoint
- ◆ François Petit, président de CM-CIC Private Debt
- ◆ Jean-Pierre Mariaud, chef de la division petites et moyennes capitalisations européennes

5.3.2. Gestionnaires des fonds NOVO 1 et 2

5.3.2.1. *BNP Paribas Investment managers*

- ◆ Stéphane Blanchoz, Chief investment officer, Alternative fixed income – Fixed income

5.3.2.2. *Tikehau Investment managers*

- ◆ Bruno de Pampelonne, président
- ◆ Guillaume Arnaud, directeur général adjoint

5.3.3. IDMidcaps

- ◆ Sébastien Faijean, managing partner
- ◆ Jérôme Chosson, managing partner

6. Associations et fédérations professionnelles

6.1. MEDEF

- ◆ Alain Damais, directeur général adjoint en charge des affaires économiques et internationales

ANNEXE II

- ◆ Agnès Lépinay, directrice économie et finances

6.2. CGPME

- ◆ Jean-François Roubaud, président
- ◆ Pascal Labet, directeur des affaires économiques et fiscales

6.3. Fédération bancaire française

- ◆ Pierre de Lauzun, directeur général délégué
- ◆ Pierre Bocquet, directeur des études et des activités bancaires et financières, directeur du département banque de détail et banque à distance

6.4. Fédération française des sociétés d'assurance

- ◆ Bertrand Labilloy, directeur des affaires économiques et financières
- ◆ Christine Tarral, directeur adjoint des affaires économiques et financières
- ◆ Alexis Rostand, département des affaires économiques et financières

6.5. Association française de la gestion financière (AFG)

- ◆ Paul-Henri de la Porte du Theil, président
- ◆ Pierre Bollon, délégué général
- ◆ Laure Delahousse, directrice des gestions d'actifs et du développement
- ◆ Audrey Hyvernat, responsable capital investissement et investissement socialement responsable
- ◆ Jean-Marc Fournié, responsable de l'épargne entreprise

6.6. Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC)

- ◆ Louis Godron, Président
- ◆ Laurent Perpère, délégué général

6.7. Association française des investisseurs institutionnels (AF2I)

- ◆ Jean Eyraud, président
- ◆ Philippe Haudeville, secrétaire général

6.8. Association française des marchés financiers (AMAFI)

- ◆ Philippe Tibi, délégué général
- ◆ Bertrand de Saint-Mars, délégué général adjoint

6.9. PMEFinance

- ◆ Jean Rognetta, Président
- ◆ Chloé Magnier, économiste

7. Personnalités qualifiées

- ◆ René Ricol, président de Ricol Lasteyrie

ANNEXE III

Périmètre de la mission

SOMMAIRE

1. LA MISSION A EXAMINÉ UNE PARTIE DES ORGANISMES DE RETRAITES.....	1
1.1. Les organismes de retraite complémentaire.....	1
1.2. Les régimes de retraite supplémentaire.....	3
1.3. Le fonds de réserve pour les retraites.....	4
2. LA MISSION A ÉTUDIÉ LES PLANS D'ÉPARGNE SALARIALE, MAIS PAS LES AUTRES PRODUITS D'ÉPARGNE DE MOYEN ET LONG TERME	5
2.1. Les plans d'épargne salariale	5
2.2. Les autres produits d'épargne de moyen et long terme	6
3. LA MISSION A EXAMINÉ PLUSIEURS ACTEURS DISPOSANT DE DOTATIONS ET PROVISIONS CONSTITUÉES EN VUE DE COUVRIR DES ENGAGEMENTS DE LONG TERME DANS DES DOMAINES SPÉCIFIQUES	6
3.1. Les exploitants des installations nucléaires de base.....	6
3.2. Les dotations non consommables du programme d'investissements d'avenir	8
4. AU TOTAL, LE PÉRIMÈTRE ÉTUDIÉ PAR LA MISSION REPRÉSENTE UN MONTANT D'ACTIFS SIGNIFICATIF, QUI NE CONSTITUE TOUTEFOIS QU'UNE FRACTION LIMITÉE DES PLACEMENTS DE LONG TERME	8

Annexe III

La mission a pour objectif d'examiner dans quelle mesure les actifs placés à long terme par certains acteurs publics ou régulés par la puissance publique contribuent aujourd'hui au financement des PME et ETI françaises, et pourraient y contribuer davantage dans l'avenir.

Ces acteurs relèvent essentiellement de quatre catégories :

- ◆ les **organismes de retraites** complémentaire ou supplémentaire, ainsi que le fonds de réserve des retraites ;
- ◆ les **gestionnaires de l'épargne réglementée** ;
- ◆ les **gestionnaires des provisions** destinées à couvrir les charges de fin de cycle des **installations nucléaires** ;
- ◆ les **fonds de dotation** (constitués notamment dans le cadre du programme d'investissement d'avenir).

Conformément à la lettre de mission qui lui a été confiée et aux instructions reçues du cabinet du ministre de l'économie et des finances, la mission a examiné certains des acteurs relevant de chacun de ces périmètres, sans pour autant couvrir intégralement aucun d'entre eux. Le périmètre des investigations conduites est détaillé ci-dessous.

1. La mission a examiné une partie des organismes de retraites

Le système de retraites français comporte aujourd'hui trois étages :

- ◆ les **régimes de base**, légalement obligatoires et fonctionnant par répartition qui couvrent l'ensemble des travailleurs, sont assis sur des cotisations sociales et servent des prestations correspondant à un pourcentage du salaire ou du revenu ;
- ◆ les **régimes complémentaires obligatoires**, qui couvrent l'ensemble des travailleurs, comme les régimes de base¹ et fonctionnent essentiellement par répartition, sur le fondement d'un système de points, dont le nombre est fonction de la durée et du montant des cotisations ;
- ◆ les **régimes complémentaires facultatifs**, qui relèvent de l'épargne retraite collective ou individuelle.

Par ailleurs, le **fonds de réserve pour les retraites**, créé en 1999, gère depuis cette date des dotations destinées à contribuer à la pérennité de certains régimes de retraite.

Si les régimes de retraite de base ne donnent pas lieu à la constitution de réserves placées à moyen ou long terme, et sont donc exclus par nature du périmètre de la mission, les trois autres catégories d'acteurs disposent en revanche de réserves ou de provisions de long terme, et ont donc fait l'objet d'un examen par la mission.

1.1. Les organismes de retraite complémentaire

Les régimes de retraite complémentaire obligatoire relèvent d'institutions distinctes selon le statut des salariés. Les principaux régimes (hors régimes spéciaux) sont les suivants :

- ◆ le régime des salariés, géré par les organismes de la fédération AGIRC-ARRCO ;
- ◆ le régime des agents non titulaires de la fonction publique, géré par l'IRCANTEC ;
- ◆ les régimes des artisans et des commerçants, rattachés au régime social des indépendants (RSI) ;
- ◆ le régime des agriculteurs, rattaché à la mutualité sociale agricole (MSA) ;

¹ A l'exception des ministres des cultes.

Annexe III

- ◆ les régimes des professions libérales, au nombre de onze, organisés par profession et gérés par les dix sections professionnelles de la caisse d'assurance-vieillesse des professions libérales (CNAVPL)² et par la caisse nationale des barreaux français (CNBF) ;
- ◆ le régime de retraite additionnelle de la fonction publique, géré par l'établissement des retraites additionnelles de la fonction publique (ERAFP) ;
- ◆ la caisse de retraite des personnels navigants professionnels de l'aviation civile (CRNPAC) ;
- ◆ l'institution de retraite complémentaire de l'enseignement et de la création (IRCEC).

La majorité de ces régimes fonctionne par répartition : les cotisations versées chaque année par les actifs et leurs employeurs financent théoriquement les prestations servies aux retraités la même année. Cependant, ces régimes disposent également de réserves, destinées à couvrir les aléas conjoncturels et à lisser dans le temps la charge du financement des rentes. Certains régimes complémentaires fonctionnent toutefois, en tout ou partie, par capitalisation. C'est notamment le cas :

- ◆ de l'ERAFP, qui met en œuvre une « répartition provisionnée » consistant à comptabiliser une provision correspondant à la valeur actuelle probable des droits acquis par les cotisants (ce qui revient à une gestion par capitalisation) ;
- ◆ des régimes des notaires et des pharmaciens, qui combinent une part gérée en répartition et une part gérée en capitalisation.

Le montant des réserves et provisions dont disposaient chacun de ces régimes au 31 décembre 2011 s'élevait à 110 Md€.

Tableau 1 : Réserves et provisions des régimes de retraites complémentaires obligatoires au 31 décembre 2011 (en milliards d'euros)

	Réserves	Part du total
AGIRC-ARRCO	55,8	51 %
CNAVPL	22,3	20 %
ERAFP	11	10 %
RSI	8,9	8 %
IRCANTEC	5,9	5 %
CRNPAC	3,8	3 %
CNBF	1,5	1 %
IRCEC	0,3	0 %
MSA	0,2	0 %
Total	109,8	100 %

Source : IGAS, Rapport n°RM 2013-021 sur le contrôle des placements de régimes de retraite complémentaire obligatoires, février 2013.

Au sein de ce périmètre, les investigations de la mission ont porté sur trois organismes ou groupes d'organismes, représentant à fin 2011 66 % du montant total des réserves et provisions des régimes complémentaires obligatoires :

- ◆ l'AGIRC-ARRCO ;
- ◆ l'ERAFP ;

² Caisse de retraite des notaires (CRN), caisse d'assurance vieillesse des officiers ministériels, officiers publics et des compagnies judiciaires (CAVOM), caisse autonome de retraite des médecins de France (CRMF), caisse autonome de retraite des chirurgiens-dentistes et des sages-femmes françaises (CARCDSF), caisse d'assurance-vieillesse des pharmaciens (CAVP), Caisse autonome de retraite et de prévoyance des infirmiers, masseurs kinésithérapeutes, pédicures-podologues, orthophonistes et orthoptistes (CARPIMKO), caisse autonome de retraite et de prévoyance des vétérinaires (CARPV), Caisse d'allocation vieillesse des agents généraux d'assurance (CAVAMAC), caisse d'allocation vieilles des experts-comptables et des commissaires aux comptes (CAVEC), caisse interprofessionnelle de prévoyance et d'assurance vieillesse (CIPAV).

- ◆ l'IRCANTEC.

Le montant des réserves de ces trois organismes au 31 décembre 2012, selon les chiffres actualisés collectés par la mission, représentait 69 Md€

Tableau 2 : Réserves ou provisions des organismes de retraite complémentaire obligatoire étudiés par la mission, au 31 décembre 2012 (en milliards d'euros)

	Réserves ou provisions
AGIRC-ARRCO	48,8
ERAFP	13,5
IRCANTEC	6,6
Total	68,9

Source : Mission, à partir des données fournies par les organismes.

1.2. Les régimes de retraite supplémentaire

L'épargne retraite collective et individuelle, facultative, recouvre plusieurs types de régimes, qui bénéficient d'avantages fiscaux :

- ◆ les plans d'épargne retraite collectifs en entreprise. Ceux-ci se distinguent en deux types de régimes :
 - les régimes issus des articles 82 et 83 du Code général des impôts et les plans d'épargne retraite d'entreprise (PERE), qui sont des régimes à cotisations définies : le niveau de cotisation du salarié (qui peut être abondé par l'employeur) est fixé au départ dans le contrat, et le montant de la pension est défini *in fine* en fonction des cotisations versées ;
 - les régimes issus de l'article 39 du code général des impôts, qui sont des régimes « à prestations définies ». Dans ce cas, le niveau de la pension est déterminé par le contrat. Il peut s'agir d'une retraite additionnelle (l'employeur s'engage à ce que le salarié reçoive une pension d'un montant défini) ou d'une retraite dite « chapeau » (l'employeur s'engage dans le contrat à ce que le salarié reçoive un niveau de pension fixé, toutes retraites confondues, la rente versée constituant ainsi un différentiel entre les retraites des régimes obligatoires et le niveau fixé) ;
- ◆ les contrats dits « Madelin³ » et « Madelin agricole »⁴, qui permettent aux travailleurs indépendants de cotiser notamment à des contrats collectifs de retraite supplémentaire ;
- ◆ le plan d'épargne retraite populaire (PERP), plan d'épargne retraite individuel qui peut être souscrit par tout individu ;
- ◆ les dispositifs de retraite supplémentaire qui peuvent être souscrits à titre individuel par certaines catégories de travailleurs : le régime de prévoyance des fonctionnaires (Préfon), le complément de retraite mutualiste (Corem, initialement destiné aux instituteurs mais ouvert aujourd'hui à toutes les catégories socio-professionnelles), le complément de retraite hospitalier (CRH), les régimes des élus locaux (FONPEL et CAREL-MUDEL) ainsi que la retraite mutualiste du combattant (RMC).

Pourrait également être assimilé à l'épargne constituée en vue de financer la retraite le plan d'épargne retraite collectif (PERCO). Toutefois, celui-ci ne constitue pas à proprement parler un dispositif d'épargne retraite, mais relève de l'épargne salariale (décrit à ce titre au 2.1).

³ Issus de la loi n°94-126 du 11 février 1994 relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle.

⁴ Issus de la loi n°97-1051 du 18 novembre 1997.

Annexe III

Tous ces régimes ont en commun de fonctionner **par capitalisation** : ils collectent des cotisations ou des abondements des salariés ou de leurs employeurs, et servent une rente viagère à partir de leur retraite.

Au 31 décembre 2011, les provisions de ces régimes s'élevaient à près de 151 Md€.

Tableau 3 : Provisions au titre de la retraite supplémentaire au 31 décembre 2011 (en milliards d'euros)

	Provisions
PERP	7,5
Produits destinés aux fonctionnaires et élus locaux	21,0
RMC	7,1
Autres contrats individuels	0,3
Contrats "Madelin"	23,9
Contrats "Exploitants agricoles"	3,7
Article 39	31,3
Article 82	2,2
Article 83	47,3
PÈRE	0,5
Autres contrats collectifs	6,0
Total	150,8

Source : Mission, d'après direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (DREES), Les retraités et les retraites, édition 2013.

Parmi ces différents régimes, la mission a examiné uniquement la Préfon, dont les provisions s'élevaient au 31 décembre 2012 à 11,4 Md€ (soit 7,6 % du montant total de l'épargne retraite).

1.3. Le fonds de réserve pour les retraites

Créé par la loi n°2001-624 du 17 juillet 2001, le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) est un établissement public administratif, qui s'est vu confier pour mission par le législateur de « gérer les sommes qui lui sont affectées, afin de constituer des réserves destinées à contribuer à la pérennité des régimes de retraites »⁵.

Les réserves sont constituées au profit des régimes obligatoires d'assurance vieillesse des professions artisanales et des professions industrielles et commerciales, ainsi que du fonds de solidarité vieillesse.

Les sommes affectées au fonds ont été mises en réserve jusqu'au 1^{er} janvier 2011. Depuis cette date et jusqu'en 2024, le fonds verse chaque année 2,1 Md€ à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) afin de participer au financement des déficits des organismes de retraites précédemment mentionnés.

Le Fonds de réserve pour les retraites assure également la gestion financière d'une partie de la contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire due à la Caisse nationale d'assurance vieillesse (CNAV) au titre de la soulte CNIÉG (Caisse nationale de retraite des industries électriques et gazières)⁶.

Les réserves gérées par le FRR, étudiées par la mission, s'élevaient au 31 décembre 2012 à 36,6 Md€.

⁵ Article L 135-6 du code de la sécurité sociale.

⁶ 3° de l'article 19 de la loi n° 2004-803 du 9 août 2004.

2. La mission a étudié les plans d'épargne salariale, mais pas les autres produits d'épargne de moyen et long terme

2.1. Les plans d'épargne salariale

L'épargne salariale désigne un ensemble de dispositifs de droit français permettant aux salariés d'être associés au fonctionnement de leur entreprise tout en constituant une épargne avec l'aide de celle-ci.

L'épargne salariale provient de la participation aux bénéfices⁷, de l'intéressement⁸ et de l'actionnariat salarié⁹. Les sommes versées au titre des différents dispositifs d'épargne salariale peuvent recevoir trois destinations distinctes :

- ◆ la perception immédiate ;
- ◆ le versement sur un compte-courant bloqué, géré par l'entreprise, qui abonde sa trésorerie ;
- ◆ le versement sur un plan d'épargne salariale, en vue de la constitution d'une épargne de moyen ou de long terme.

Parmi les plans d'épargne d'entreprise, on distingue :

- **les plans d'épargne d'entreprise (PEE)** ou interentreprise (PEI) ou de groupe (PEG). Les salariés peuvent placer sur un PEE leur intéressement ou leur participation. Ils peuvent également y effectuer des versements volontaires, dans la limite de 25 % de leur salaire. Dans tous les cas, ils peuvent bénéficier d'un abondement de l'entreprise ;
- **les plans d'épargne pour la retraite collectifs (PERCO)**, d'entreprise ou interentreprises (PERCOI). Comme le PEE, le PERCO peut recevoir l'intéressement, la participation ou des versements volontaires des salariés, avec un abondement de l'entreprise.

Pour les PEE, les sommes qui y sont versées sont bloquées pour cinq ans et constituent donc une épargne de moyen terme. La sortie s'effectue en capital. Les fonds placés sur les PERCO sont théoriquement bloqués jusqu'au départ à la retraite du salarié, et constituent ainsi une épargne de long terme. La sortie du PERCO peut s'effectuer sous forme de rente viagère, ou en capital si l'accord conclu au sein de l'entreprise le prévoit. En pratique, la sortie en capital est très majoritaire.

La réglementation prévoit toutefois plusieurs circonstances dans lesquelles le salarié est autorisé à récupérer avant l'expiration du délai d'indisponibilité tout ou partie de ses avoirs placés sur un plan d'épargne salariale tout en conservant le bénéfice des exonérations fiscales et sociales¹⁰.

⁷ Toutes les entreprises de plus de 50 salariés (ainsi que les établissements publics à caractère industriel et commercial et les personnes morales dont plus de la moitié du capital est détenue par l'Etat) ont l'obligation de distribuer à leurs salariés une partie de leur bénéfice, selon une formule fixée par la loi.

⁸ L'intéressement, facultatif pour les entreprises, conduit à distribuer un montant de fonds prédéfini aux salariés en fonction de l'atteinte d'un objectif par l'entreprise (chiffre d'affaires, bénéfice...).

⁹ L'actionnariat salarié peut résulter de la distribution d'actions gratuite par l'entreprise à ses salariés, de l'acquisition d'actions avec décote à l'occasion d'une augmentation de capital réservée aux salariés, de l'attribution de stock-options, ou encore de l'achat direct de titres de l'entreprise.

¹⁰ Le principe de circonstances exceptionnelles justifiant une levée de l'indisponibilité des sommes de l'épargne salariale est fixé par la loi (articles L. 3324-10 pour la participation, L. 3332-25 pour le PEE et L. 3334-14 pour le PERCO). Les cas précis justifiant un déblocage anticipé sont déterminés par voie réglementaire (articles R. 3324-22 pour la participation, R. 3332-28 pour le PEE et R. 3334-4 pour le PERCO).

Annexe III

Au 31 décembre 2012, l'encours total des fonds d'épargne salariale s'élevait à 95,3 Md€, dont 79,5 Md€ (83,5 % du total des encours) pour les PEE et PEI, 6,7 Md€ (7 %) pour les PERCO et PERCOI, et 9,1 Md€ (9,5 %) pour les comptes-courants bloqués.

La mission a examiné les PEE et les PERCO, qui représentent au total 86,2 Md€ au 31 décembre 2012¹¹.

2.2. Les autres produits d'épargne de moyen et long terme

Le patrimoine financier des ménages représentait, en 2011, 3600 Md€, dont 2600 Md€ alloués à une épargne longue.

Tableau 4 : Décomposition du patrimoine financier des ménages en 2011

Catégorie d'actifs	Montant (en Md€)	Part dans le patrimoine financier total
Dépôts et livrets fiscalisés	590	16 %
Livrets défiscalisés	380	11 %
Sous-total épargne liquide	970	27 %
Epargne contractuelle (dont PEL)	210	6 %
Valeurs mobilières	960	27 %
- dont épargne salariale	85,3	2 %
Assurance-vie	1 430	40 %
Sous-total épargne longue	2 600	73 %
Patrimoine financier total	3 580	100 %

Source : DG Trésor, évaluation du PAESF à partir des comptes financiers de la Banque de France et des comptes annuels de l'INSEE. Arrondis à la dizaine de Md€.

L'allocation des fonds issus des produits d'épargne hors épargne salariale (en particulier l'assurance-vie, ou la gestion des fonds issus des livrets d'épargne réglementée à travers les fonds d'épargne) ont été exclus du périmètre de la mission.

Les encours d'épargne salariale, dont l'examen a été seul confié à la mission, représentaient à la fin de l'année 2012 environ 2 % du patrimoine financier des ménages, et 3 % de leur épargne longue.

3. La mission a examiné plusieurs acteurs disposant de dotations et provisions constituées en vue de couvrir des engagements de long terme dans des domaines spécifiques

3.1. Les exploitants des installations nucléaires de base

La loi n°2006-739 du 28 juin 2006 a fixé pour les exploitants des installations nucléaires de base l'obligation de constituer des provisions, afin de garantir le financement futur des charges de démantèlement de leurs installations et de celles relatives à la gestion de leurs déchets radioactifs, sans qu'il soit besoin de faire appel à la collectivité, ni aux générations futures. Les exploitants doivent affecter à titre exclusif à la couverture des provisions correspondant aux charges de long terme les actifs nécessaires.

¹¹ Les contacts directs de la mission, outre l'Association française des sociétés de la gestion financière (AFG) qui fédère les sociétés de gestion, se sont limités aux trois principaux gestionnaires : Amundi, Natixis AM et BNP Paribas IP.

Annexe III

L'obligation de constituer des provisions pour couvrir les coûts futurs de fin de cycle s'applique à l'ensemble des 21 exploitants des 125 installations nucléaires de base (INB) et des 7 installations nucléaires de base secrète (INBS), à l'exclusion des installations exploitées directement par l'Etat (Armée de l'air, Marine nationale et direction générale de l'armement)¹².

Au 31 décembre 2011, le total des passifs soumis à couverture par des actifs dédiés figurant à ce titre au bilan des exploitants s'élevait à 34,7 Md€ en valeur actualisée. Les trois principaux groupes (EDF, Areva et le CEA) représentent plus de 99 % de ces engagements.

La situation du CEA est toutefois particulière. En effet, les actifs dédiés à la couverture de son passif de long terme (10,5 Md€ en valeur actualisée à fin 2011) sont constitués, pour 8,8 Md€ (soit 78,7 % du passif à couvrir) d'une créance sur l'Etat¹³ et pour 2,2 Md€ (soit 19,7 % du passif) d'une participation au capital d'Areva¹⁴. De ce fait, l'examen de ces actifs dédiés a été exclu du périmètre de l'étude conduite par la mission, dans la mesure où ils ne sauraient, par construction, contribuer au financement des PME et ETI françaises.

Tableau 5 : Passifs de long terme à couvrir par les exploitants d'installations nucléaires de base au 31 décembre 2011

	Passifs	Part du total
EDF	18477	53 %
CEA	10535	30 %
Groupe Areva	5791	17 %
Autres exploitants	218	1 %
Total	34776	100 %

Source : Mission, d'après le rapport de la CNEF¹⁵ de juillet 2012.

La mission a examiné les actifs dédiés d'EDF et Areva, à l'exclusion des autres exploitants, ce qui représentait un montant total d'actifs de 23,4 Md€ au 31 décembre 2012, correspondant à 70 % du total des passifs à couvrir par les exploitants d'installations nucléaires de base.

Tableau 6 : Montant des actifs dédiés à la couverture des charges de fin de cycle d'EDF et Areva au 31 décembre 2012 (en milliards d'euros)

	Montant des actifs dédiés
EDF	17,6
Areva	5,8
Total	23,4

Source : Mission, d'après les données fournies par EDF et Areva.

¹² Les exploitants concernés sont EDF, le CEA, 9 filiales d'Areva (Areva NC, Comhurex, Eurodif production, SICN, SOMANU, FBFC, Socatri, Melox, SET) et 10 autres exploitants (ANDRA, Ionisos, Isotron, SOCATRI, CISBIO, ILL, GANIL, CNRS, ULP, SODERN)

¹³ Une convention-cadre a été conclue entre l'Etat et le CEA le 10 octobre 2010, aux termes de laquelle l'Etat s'engage à assurer l'équilibre du bilan des charges nucléaires de long terme du CEA par le biais d'une créance détenue par le CEA sur l'Etat (pour les installations mises en service avant le 1^{er} janvier 2010).

¹⁴ En cas d'insuffisance de trésorerie prévisible à un horizon de 12 mois, il est prévu que le CEA puisse vendre à l'Etat des titres d'Areva à un prix correspondant à la « valeur fondamentale de l'entreprise », définie par le cours de Bourse de actions d'Areva. Dès lors, l'Etat se retrouve seul garant, *in fine*, des charges de démantèlement de l'établissement public CEA.

¹⁵ La commission nationale d'évaluation du financement des charges de démantèlement des installations nucléaires de base et de gestion des combustibles usés et des déchets radioactifs (CNEF) est chargée d'évaluer le contrôle, par l'autorité administrative, de l'adéquation des provisions actualisées aux charges brutes, telles qu'évaluées par les exploitants, ainsi que de la gestion des actifs dédiés. Elle a publié son premier rapport en juillet 2012.

3.2. Les dotations non consommables du programme d'investissements d'avenir

Le programme d'investissements d'avenir a été engagé par la loi de finances rectificative du 9 mars 2010. Il vise une amélioration du potentiel de croissance de long terme de l'économie française, grâce au renforcement de l'investissement dans quatre secteurs prioritaires – enseignement supérieur et recherche, industrie et PME, développement durable, économie numérique.

Le programme d'investissements d'avenir a été doté de 34,64 Mds€ composés de 19,6 Mds€ de dotations consommables et de 15 Mds€ de dotations non consommables. Les dotations non consommables sont des fonds placés afin d'assurer un revenu annuel défini aux organismes qui en sont bénéficiaires (principalement l'agence nationale pour la recherche). A ce titre, ils ont vocation à couvrir des engagements de long terme, et figuraient pour cette raison dans la lettre de mission confiée à la mission.

Toutefois, les dotations non consommables ne sont pas placées en actifs financiers, mais ont été déposés sur les comptes du Trésor des opérateurs concernés. Ils génèrent ainsi des intérêts trimestriellement au taux de 3,413 %¹⁶. Seuls les produits d'intérêt sont versés aux bénéficiaires.

Le placement de ces actifs sur les marchés financiers ne pourrait dès lors résulter que d'un changement radical du montage financier retenu pour la constitution du programme d'investissement d'avenir, qui aboutirait à augmenter l'endettement de l'Etat d'un montant équivalent à celui des dotations non consommables, soit 15 Md€.

Il est apparu à la mission que cet état de fait devait conduire à exclure les dotations non consommables du programme d'investissements d'avenir du périmètre de ses investigations.

4. Au total, le périmètre étudié par la mission représente un montant d'actifs significatif, qui ne constitue toutefois qu'une fraction limitée des placements de long terme

Au total, le périmètre des organismes étudiés par la mission représente **226,5 Md€ d'actifs** au 31 décembre 2012.

Tableau 7 : Montant des actifs des organismes étudiés par la mission au 31 décembre 2012

Organisme	Montant des actifs
AGIRC-ARRCO	48,8
ERAFP	13,5
IRCANTEC	6,6
Préfon	11,4
FRR	36,6
Areva	5,8
EDF	17,6
PEE	79,5
PERCO	6,7
Total	226,5

Source : Mission, d'après les données fournies par les organismes.

¹⁶ Taux de l'échéance constante à 10 ans (CNO-TEC 10) le jour de la publication de la loi de finances rectificative du 9 mars 2010.

Annexe III

Ces actifs représentent **une part majoritaire au sein des périmètres de la retraite complémentaire obligatoire et des provisions de long terme des exploitants nucléaires, mais une part très minoritaires au sein des périmètres de la retraite supplémentaire, et a fortiori de l'épargne longue.**

Tableau 8 : Part des actifs étudiés par la mission sur le périmètre des actifs placés à long terme

	Montant total des actifs au 31.12.2011	Montant des actifs étudiés par la mission au 31.12.2012	Part des actifs étudiés par la mission
Retraite complémentaire obligatoire	109,8	68,9	63 %
Retraite supplémentaire	150,8	11,4	8 %
Fonds de réserve des retraites	36,6	36,6	100 %
Exploitants nucléaires	34,7	23,4	67 %
Epargne longue des ménages	2500	86,2	3 %
Dotations non consommable du PIA	15	0	0 %
Total	2846,9	226,5	8 %

Source : Mission.

Si les acteurs étudiés par la mission ne représentent pas la majorité des fonds mobilisables pour le financement de long terme des entreprises, ils sont toutefois représentatifs d'une diversité de situations, quant à la nature de leurs engagements (retraite par répartition, retraite par capitalisation, épargne de particuliers, autres engagements...), à leur statut juridique (public, privé, associatif...) et à leur cadre prudentiel (réglementation interne, code des assurances, code des marchés financiers...) qui peut permettre de tirer de leur analyse des observations applicables, mutatis mutandis, à d'autres structures dont les caractéristiques sont proches.

ANNEXE IV

La structure de financement des PME et des ETI françaises

SOMMAIRE

1. BIEN QUE LA SITUATION FINANCIÈRE DES PME ET DES ETI FRANÇAISES DEMEURE GLOBALEMENT SATISFAISANTE, LA BAISSÉ CONSTATÉE DE LEUR RENTABILITÉ ET DE LEUR TAUX D'AUTOFINANCEMENT SEMBLE SOULIGNER UN RISQUE DE DÉFICIENCE DE FINANCEMENT À LONG TERME	1
1.1.1. <i>Au vu du renforcement de leur haut de bilan au cours de la dernière décennie, les PME et ETI françaises n'apparaissent pas, à première vue, souffrir d'un déficit en fonds propres</i>	<i>1</i>
1.1.2. <i>Malgré une hausse des défaillances, les PME et ETI ont globalement préservé leur haut de bilan durant la crise</i>	<i>2</i>
1.1.3. <i>Ce constat masque néanmoins une hétérogénéité des situations et des besoins en fonds propres selon les secteurs</i>	<i>4</i>
1.2. <i>Outre la question de la rentabilité des entreprises françaises, la prudence dont témoigne ce renforcement en fonds propres tend à limiter la capacité d'investissement des PME/ETI, fragilisant ainsi leurs perspectives de développement à moyen-long terme</i>	<i>5</i>
1.2.1. <i>Les PME/ETI françaises présentent un faible niveau de profitabilité qui, s'il s'explique en partie par la conjoncture actuelle, demeure essentiellement structurel</i>	<i>5</i>
1.2.2. <i>La propension à investir des PME/ETI demeure relativement faible et irrégulière, principalement centrée sur des investissements de renouvellement, peu porteurs de croissance</i>	<i>7</i>
1.2.3. <i>Loin de contribuer à l'investissement, le renforcement en fonds propres des PME/ETI françaises renvoie à une progression de la trésorerie en vue de réduire la vulnérabilité financière de ces entreprises</i>	<i>9</i>
2. SI L'ACCÈS AU CRÉDIT BANCAIRE A ÉTÉ GLOBALEMENT PRÉSERVÉ DURANT LA CRISE, LE FINANCEMENT DES PME/ETI PAR LES MARCHÉS FINANCIERS DEMEURE LIMITÉ DU FAIT DE CONTRAINTES CONJONCTURELLES ET STRUCTURELLES	11
2.1. <i>Fortement dépendantes du crédit bancaire dans leur financement et leurs investissements, les PME/ETI ont pu bénéficier, malgré la crise, d'un accès au crédit globalement préservé</i>	<i>11</i>
2.1.1. <i>Le financement et la capacité à investir des PME et, dans une moindre mesure, des ETI françaises dépendent fortement de l'accès au crédit bancaire</i>	<i>11</i>
2.1.2. <i>Malgré la crise, l'accès des PME/ETI au crédit bancaire a été globalement préservé, la faible progression des encours de crédit étant essentiellement liée au ralentissement de la demande</i>	<i>12</i>
2.2. <i>Soutien essentiel à la création et au développement de PME/ETI porteuses de croissance, le marché du capital-investissement fait néanmoins face à un assèchement important de ses ressources ainsi qu'à des faiblesses structurelles susceptibles d'affecter son développement à moyen terme.</i>	<i>17</i>
2.2.1. <i>Le marché du capital-investissement joue un rôle important dans le financement en fonds propres des PME/ETI innovantes et à fort potentiel de croissance</i>	<i>17</i>

2.2.2.	<i>Fortement affecté par la crise, le marché du capital-investissement connaît, depuis 2009, un déficit important de capitaux par rapport au besoin de financement constaté avant la crise</i>	20
2.2.3.	<i>Relativement satisfaisante en termes de capital-développement, la pénétration du capital-investissement en France s'avère cependant insuffisante sur les segments risque et transmission</i>	23
2.3.	Le recours aux marchés financiers reste encore marginal et n'est que rarement envisagé par les PME/ETI.....	26
2.3.1.	<i>Les marchés des actions et obligations se concentrent principalement sur les grandes entreprises et n'offrent qu'un accès limité aux PME/ETI</i>	27
2.3.2.	<i>Outre l'aversion de nombreuses entreprises à l'ouverture de leur capital, le refinancement des PME/ETI par le marché financier se heurte également à des contraintes structurelles</i>	28
3.	DANS LA MESURE OÙ ELLES RISQUENT D'ENTRAINER UNE CONTRACTION DES FINANCEMENTS À DESTINATION DES PME ET DES ETI, LES NOUVELLES NORMES PRUDENTIELLES DE BÂLE III ET SOLVABILITÉ II RENDENT NÉCESSAIRE UN RECOURS ÉLARGI À D'AUTRES SOURCES DE FINANCEMENT	29
3.1.	Les normes prudentielles définies par Bâle III et Solvabilité II conduisent à un renforcement significatif des ratios de liquidité et de solvabilité applicables au secteur bancaire et aux assurances	30
3.2.	Afin de respecter les exigences de solvabilité et de liquidité, les banques risquent d'être contraintes de limiter l'offre de crédit domestique	33
3.2.1.	<i>Bien que difficilement quantifiable, une augmentation supplémentaire du coût de financement du crédit est à prévoir</i>	33
3.2.2.	<i>Les exigences de liquidité risquent de réduire la maturité des prêts octroyés et, partant, les financements de long terme à destination des PME/ETI</i>	35
3.3.	Le durcissement des normes prudentielles risque de renforcer la désaffection des banques et des assurances à l'égard des titres de PME/ETI.....	35

1. Bien que la situation financière des PME et des ETI françaises demeure globalement satisfaisante, la baisse constatée de leur rentabilité et de leur taux d'autofinancement semble souligner un risque de déficience de financement à long terme

Les données globales relatives à la situation financière des PME et ETI françaises révèlent à la fois un renforcement marqué de la structure bilancielle de ces entreprises au cours de la dernière décennie et, sur la même période, une dégradation de leur rentabilité et de leur taux d'autofinancement, notamment suite à la crise de 2009. Contradictoires à première vue, ces dynamiques n'en sont pas moins corrélées dans la mesure où le renforcement constaté des fonds propres et de la trésorerie des PME/ETI – censé assurer, dans un contexte économique dégradé, leur solidité financière et la couverture de leurs besoins de financement de court terme – semble s'être opéré au détriment de leur capacité d'autofinancement. De nature moins conjoncturelle que structurelle, cette tendance induit un déficit de financement à long terme des PME/ETI, susceptible de réduire leur propension – déjà faible - à investir et, partant, leurs perspectives de croissance. Bien que le niveau de capitalisation des PME/ETI demeure globalement satisfaisant, une hétérogénéité croissante des situations est cependant observable

1.1.1. Au vu du renforcement de leur haut de bilan au cours de la dernière décennie, les PME et ETI françaises n'apparaissent pas, à première vue, souffrir d'un déficit en fonds propres

La solidité financière des entreprises françaises s'est fortement améliorée au cours des 10 dernières années sous l'effet d'un renforcement des fonds propres dans le bilan des entreprises. Selon les données de la base FIBEN de la Banque de France, le ratio des capitaux propres¹ dans le total des ressources a progressé pour l'ensemble des entreprises² de 30,4% en 1996 à 39,5% en 2012 et se situe plutôt au-dessus de la moyenne européenne³. Alors que des écarts importants pouvaient être observés jusqu'au début des années 2000, les PME, les ETI et les grandes entreprises françaises semblent aujourd'hui présenter des niveaux de fonds propres comparables (respectivement de 38,5%, 38,6% et 40,2%). Ce renforcement est particulièrement marqué dans le cas des PME, celles-ci ayant, contrairement aux grandes entreprises, poursuivi la consolidation de leur haut de bilan de façon régulière sur l'ensemble de la décennie (leur niveau de fonds propres passant en moyenne de 30,8% à 38,5%), et ce même durant les périodes 2001-2003 et 2009-2012.

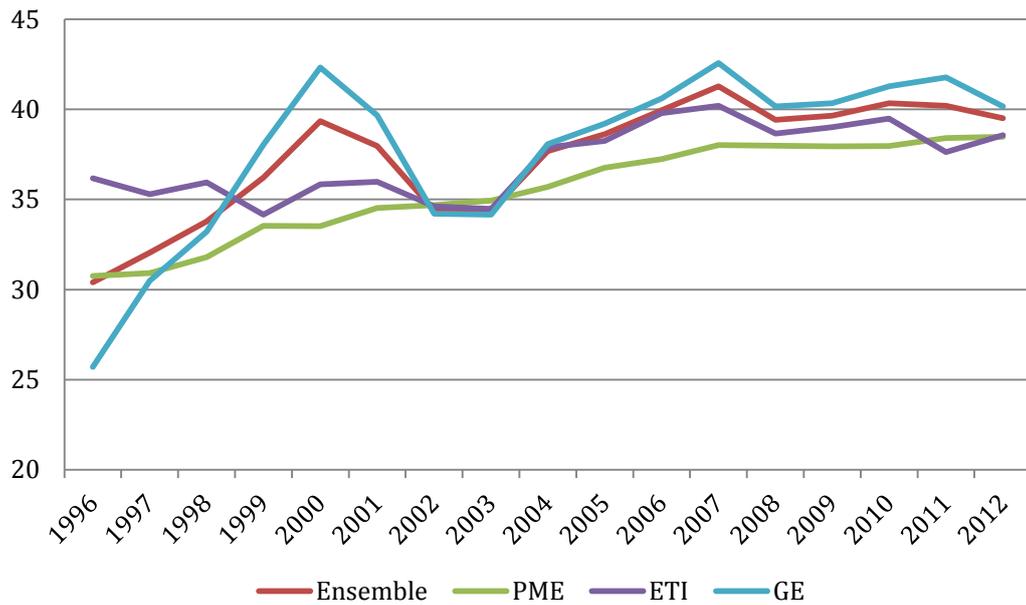
¹ D'après la définition retenue par la Banque de France, les capitaux propres correspondent au capital social de l'entreprise augmenté des primes (d'émission, de fusion, d'apport...), des écarts de réévaluation, de l'ensemble des réserves (légales, statutaires, contractuelles, réglementées...), des reports à nouveau, du résultat de l'exercice, des subventions d'investissement, des provisions réglementées et diminué du capital souscrit non appelé et des primes de remboursement des obligations.

² Outre le fait qu'elles ne soient pas retraitées de l'intra-groupe, ces données ne comprennent pas les entreprises de moins de 750 000 € de chiffre d'affaires. Selon une estimation de l'INSEE pour l'Observatoire du financement des entreprises, le poids moyen de leurs fonds propres serait d'un peu plus de 40 %.

³ Observatoire du financement des entreprises, *Le financement des PME-PMI et ETI en France*, avril 2011.

Annexe IV

Graphique 1 : Évolution de la part de capitaux propres par rapport au bilan par taille d'entreprises sur la période 1997-2009 (en %)



Source : Mission à partir des données fournies par la Banque de France, décembre 2013.

1.1.2. Malgré une hausse des défaillances, les PME et ETI ont globalement préservé leur haut de bilan durant la crise

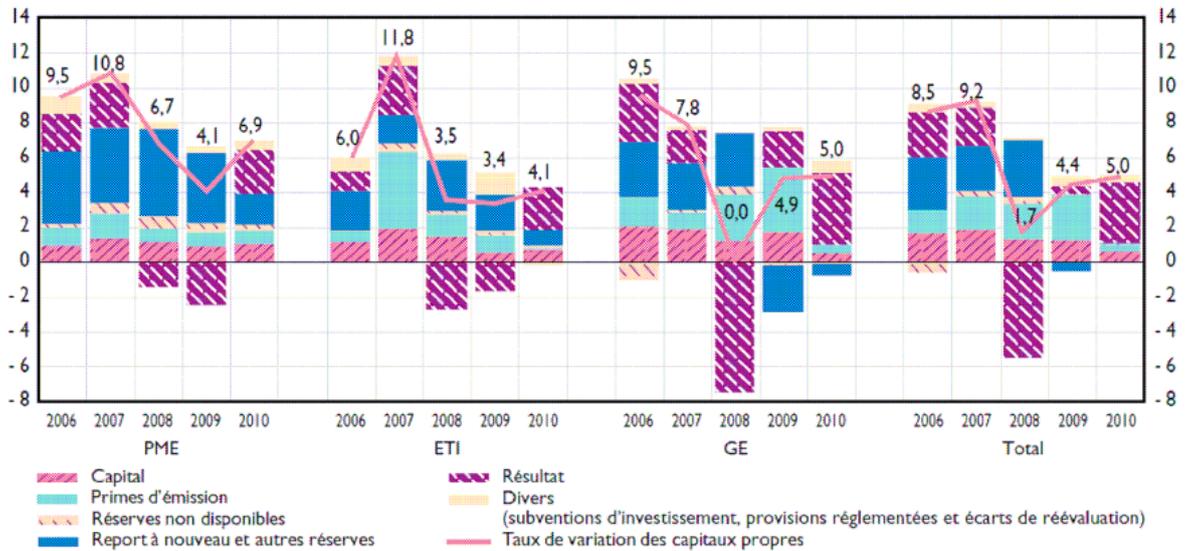
Si l'importance de la crise économique et financière a pu soulever des incertitudes sur la solidité du haut de bilan des entreprises françaises, l'examen des bilans depuis 2009 témoigne d'une résilience des fonds propres face à la crise. En moyenne et abstraction faite de la hausse des défaillances observée sur cette période (cf. encadré 1), le niveau de fonds propres des PME et des ETI a poursuivi sa progression, quoiqu'à des taux plus faibles, en 2009 (respectivement +4,1% et +3,4%) et en 2010 (+6,9% et +4,1%)⁴

⁴ Source : Observatoire du financement des entreprises, rapport 2012 ; Banque de France, Bulletin n°188, 2012. La progression est calculée à partir d'un échantillon cylindré (ie, sur la base des entreprises ayant remis un bilan en 2009 et 2010 à la Centrale des bilans).

Annexe IV

Graphique 2 : Variation des capitaux propres par composante et par catégorie d'entreprise (en %)

(en points de %)



Source : Banque de France, Base FIBEN, novembre 2011.

Cette solidité des fonds propres dans un contexte économique dégradé s'explique principalement par un comportement de précaution des entrepreneurs se traduisant par une plus forte mise en réserve du résultat. Comme le souligne dans son rapport l'Observatoire du financement des entreprises, les mises en réserves et le report à nouveau des bénéfices non distribués (hausse de 9,8 Md€) ont ainsi plus que compensé l'impact négatif de la baisse de l'activité sur les capitaux propres des PME en 2009 (à hauteur de 5 Md€)⁵.

À première vue, et malgré la crise économique, les entreprises françaises ne semblent donc pas globalement souffrir, en l'état actuel, d'un déficit généralisé en fonds propres, 68% des chefs d'entreprises jugeant le niveau de capitalisation de leur entreprise suffisant selon une enquête menée par la Banque de France⁶.

Encadré 1 : Analyse de l'évolution et de la répartition des défaillances de PME depuis 2007

95 % des défaillances identifiées en France concernent des entreprises de moins de 250 salariés. Ce ratio s'explique d'une part, par le fait que cette catégorie d'entreprises représente, en proportion, plus de 99% de l'ensemble des entreprises françaises et d'autre part, par le fait que le risque de défaillance d'une entreprise est généralement plus fort lorsque celle-ci est jeune. Bien qu'elles touchent également les PME, ces défaillances se concentrent principalement sur les très petites entreprises (TPE), proportionnellement plus nombreuses⁷.

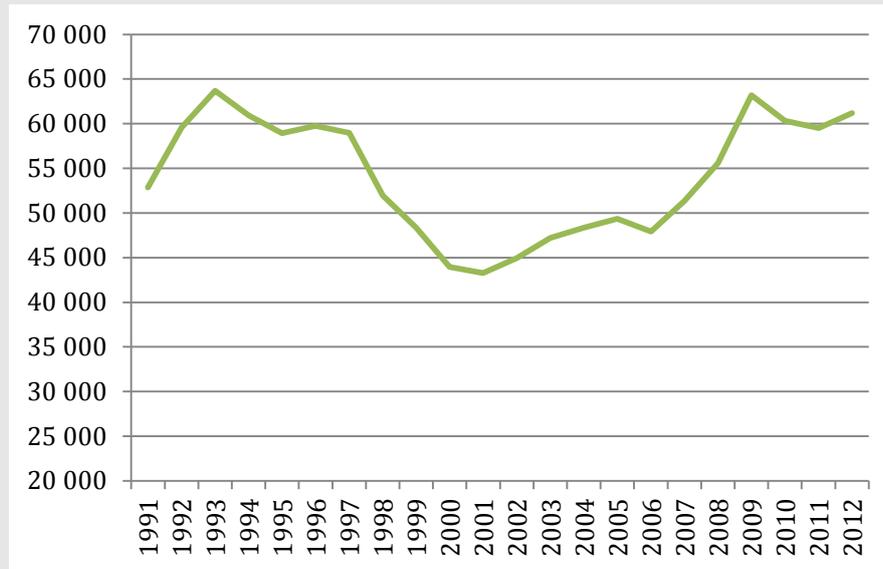
Le nombre de défaillances d'entreprises a connu une forte progression au moment de la crise de 2008-2009 (+23,1%). Malgré une légère baisse sur la période 2010-2011 (-6,2%), ce nombre demeure toujours sensiblement supérieur à son niveau d'avant crise (60 000 environ contre 48 000 en 2006) et semble connaître une nouvelle hausse depuis 2012 (61 202 défaillances enregistrées contre 59 498 pour l'année 2011).

⁵ Observatoire du financement des entreprises, rapport 2011 ; Banque de France, base FIBEN, février 2011.

⁶ Banque de France, base FIBEN, novembre 2012.

⁷ Banque de France, direction des Entreprises, juillet 2012. Le décret du 18 décembre 2008 définit les TPE comme les entreprises de moins de 10 salariés dont le bilan et le chiffre d'affaires sont inférieurs à 2 M€.

Graphique 3 : Évolution du nombre de défaillances d'entreprises entre 1991 et 2012



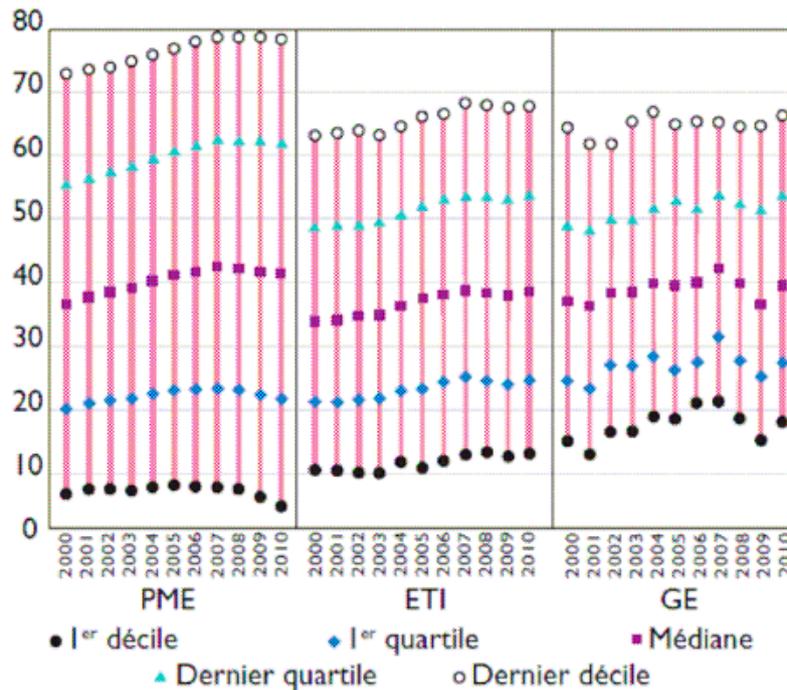
Source : Mission à partir des données fournies par la Banque de France, cumul 1 an, décembre 2013.

1.1.3. Ce constat masque néanmoins une hétérogénéité des situations et des besoins en fonds propres selon les secteurs

Le niveau des agrégats globaux masque cependant de fortes disparités selon les secteurs d'activités et les catégories d'entreprises. Comme le souligne la Banque de France, ces écarts sont particulièrement marqués parmi les PME et semblent s'être renforcés depuis la crise. Alors que 10% des PME disposaient en 2010 d'un niveau de capitaux propres égal ou supérieur à 80%, 10% d'entre elles présentaient moins de 7% de fonds propres dans leur bilan⁸. Si cette hétérogénéité des situations traduit en partie des différences structurelles propres à l'intensité capitalistique et aux modes de financement de chaque secteur d'activité, elle révèle également une situation très fragile pour une partie des entreprises. Des entreprises en phase de création ou de croissance risquée peuvent ainsi présenter un fort déficit - et partant, un besoin important - en fonds propres dans la mesure où leur activité n'est pas encore assez développée pour générer suffisamment de résultats.

⁸ Banque de France, base FIBEN, novembre 2011.

Graphique 4 : Poids des fonds propres dans le total de bilan par catégorie d'entreprise (en %)



Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2011.

1.2. Outre la question de la rentabilité des entreprises françaises, la prudence dont témoigne ce renforcement en fonds propres tend à limiter la capacité d'investissement des PME/ETI, fragilisant ainsi leurs perspectives de développement à moyen-long terme

La solidité financière observée contraste avec une situation de rentabilité et d'investissement beaucoup moins favorable qui risque de remettre en cause la capacité à se financer et à se développer des PME/ETI françaises dans les années à venir.

1.2.1. Les PME/ETI françaises présentent un faible niveau de profitabilité qui, s'il s'explique en partie par la conjoncture actuelle, demeure essentiellement structurel

Si elles ont été en moyenne moins affectées par la crise du fait de leur moindre exposition au commerce extérieur (-5,4% de chiffre d'affaires en 2009 contre -9% pour l'ensemble des entreprises)⁹, les PME ont néanmoins vu leur rentabilité fortement réduite. Après s'être maintenue autour de 11% entre 1996 et 2007, la rentabilité économique brute (résultat économique brut divisé par le capital d'exploitation) des PME a chuté à 8,7% en 2009¹⁰. De même, leur taux de marge moyen (excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée) a connu la même année un fort recul, atteignant son plus bas niveau depuis 1986 (20,7%)¹¹. Alors que la situation des entreprises françaises semblait depuis se redresser progressivement, celle-ci s'est à nouveau dégradée en 2012, les taux de marge des PME/ETI reculant en moyenne de 1 point comparé à 2011 (21,1% pour les PME, 23,8% pour les ETI) et leur niveau de rentabilité de respectivement 1 et 0,5 point (8,1% pour les PME, 11,1% pour les ETI).

⁹ Banque de France, bulletin n°189, 3^{ème} trimestre 2012.

¹⁰ Banque de France, base FIBEN, décembre 2013.

¹¹ INSEE, note de conjoncture, juin 2012 ; Banque de France, base FIBEN, décembre 2013.

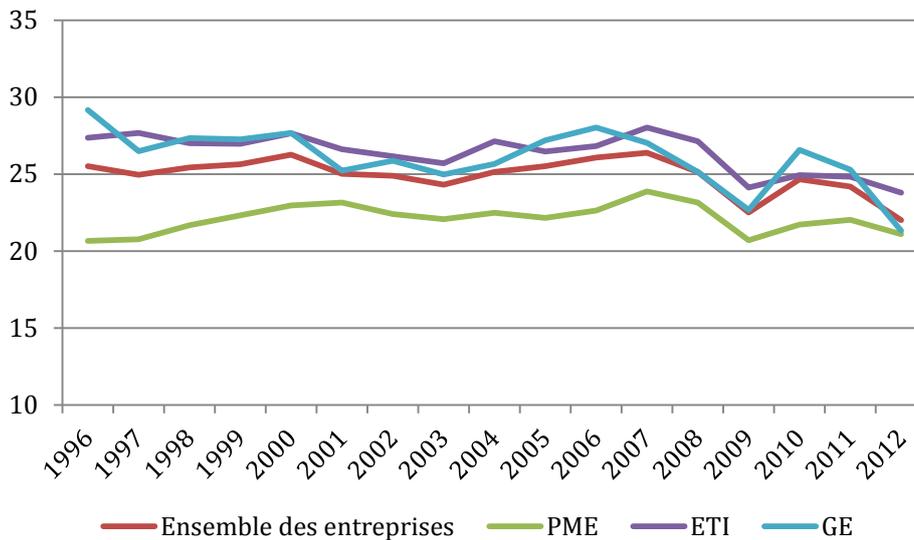
Annexe IV

Outre l'ampleur de la crise de 2009, ces ratios révèlent, plus largement, d'importantes différences de performance économique selon les catégories d'entreprise. Les ETI se distinguent à cet égard des PME par des niveaux moyens de marge plus élevés (de 3 à 5 points supérieurs), proches de ceux des grandes entreprises.

Une analyse de plus long terme fait ressortir, entre 2000 et 2010, une stagnation du taux de marge moyen des entreprises françaises autour de 25%, niveau inférieur de près de 10 points à la moyenne de la zone euro sur la même période¹². Selon Eurostat, la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés non financières en France était ainsi en 2010 la plus faible de l'Union européenne. Cette stagnation conduit souvent à une dégradation relative de la performance des entreprises françaises par rapport à leurs concurrentes européennes. À titre d'exemple, l'écart avec l'Allemagne s'est ainsi creusé de 7 % en 2000 à plus de 11 % en 2010¹³.

Au vu de ces éléments de comparaison, **la faible rentabilité constatée parmi les entreprises françaises apparaît en conséquence – et ce en dépit de l'impact important de la crise – moins conjoncturelle que structurelle**, la valeur ajoutée réalisée ne donnant pas lieu au dégagement d'un profit suffisant.

Graphique 5 : Évolution du taux de marge moyen par catégorie d'entreprise entre 1996 et 2012 (en %)

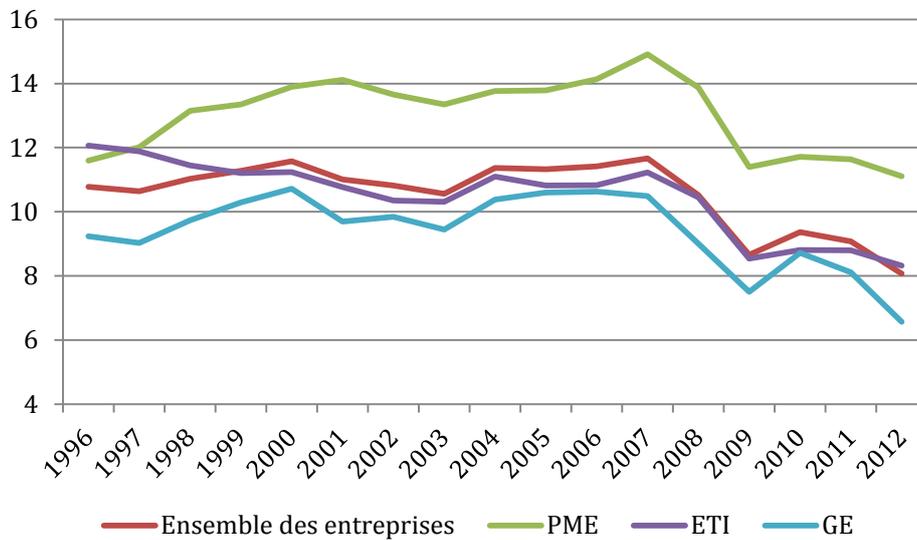


Source : Mission à partir des données fournies par la Banque de France, décembre 2013.

¹² Banque de France, Bulletin n° 188, 2^{ème} trimestre 2012 ; Rapport Paris EUROPLACE, février 2013.

¹³ Cour des Comptes, *L'État et le financement des entreprises*, juillet 2012.

Graphique 6 : Évolution de la rentabilité économique par catégorie d'entreprise entre 1996 et 2012 (en %)



Source : Mission à partir des données fournies par la Banque de France, décembre 2013.

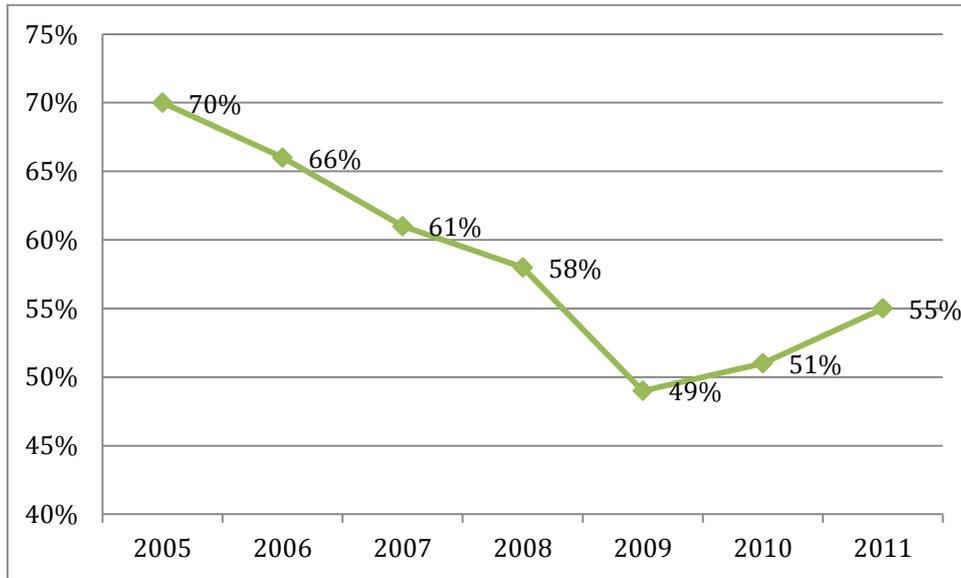
1.2.2. La propension à investir des PME/ETI demeure relativement faible et irrégulière, principalement centrée sur des investissements de renouvellement, peu porteurs de croissance

Du fait de leur faible rentabilité et de l'importance qu'elles accordent au renforcement de leurs fonds propres et de leur trésorerie, les PME et ETI françaises ont eu tendance, ces dernières années, à ajuster leur niveau d'investissement en fonction des perspectives de croissance. Face à un contexte économique incertain, le taux d'investissement (rapport de l'investissement à la valeur ajoutée) des PME, et plus encore des ETI, s'est ainsi réduit en 2009 et tend depuis, en dépit d'une légère amélioration en 2011, à se stabiliser autour de 18% (17,8% en 2012) pour les PME et de 25% (24,6% en 2012) pour les ETI¹⁴. Le nombre de PME qui investissent a également reculé de façon importante depuis 2005, notamment sous l'effet de la crise. Malgré une légère amélioration depuis 2010, seulement 55% des dirigeants d'entreprise déclaraient ainsi avoir effectué un investissement au cours de l'année 2011 contre 70% en 2005.

¹⁴ Banque de France, décembre 2013.

Annexe IV

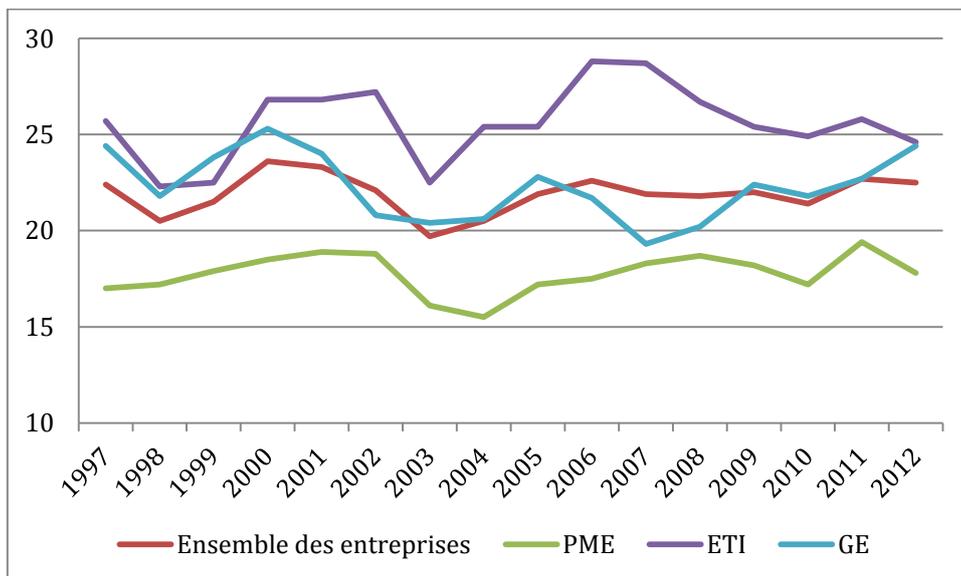
Graphique 7 : Part des dirigeants de PME ayant déclaré avoir réalisé un investissement entre 2005 et 2011 (en %)



Source : Mission, données CGPME/KPMG, Panorama de l'évolution des PME depuis 10 ans, 2012.

L'effort d'investissement diffère par ailleurs de façon importante selon les secteurs d'activité et la taille des entreprises. Le taux d'investissement médian des ETI représente ainsi le double de celui des PME et celui des grandes entreprises près du triple de ce dernier. De fortes irrégularités sont également visibles à l'intérieur de la sphère des PME, l'investissement ayant tendance à se concentrer sur une minorité d'entreprises. En 2009, comme en 2010, un quart des PME investissait à des taux inférieurs à 1% et les trois quarts à des taux inférieurs à 11%¹⁵.

Graphique 8 : Évolution du taux moyen d'investissement par catégorie d'entreprise sur la période 1997-2012 (en %)



Source : Mission à partir des données fournies par la Banque de France, décembre 2013.

¹⁵ Banque de France, bulletin n°189, 3^{ème} trimestre 2012.

Annexe IV

Outre la faiblesse et l'irrégularité des taux constatées, on remarque que les entreprises françaises tendent, en moyenne, à privilégier les investissements peu porteurs de croissance. Près de la moitié des investissements (46%) réalisés sur la période 1991-2001 correspondait ainsi à des dépenses de renouvellement des équipements ou de mise aux normes¹⁶. Ce niveau s'est encore renforcé sous l'effet de la crise, atteignant 50% des investissements en 2011. De même, le volume d'investissement en immobilier des entreprises a connu une forte augmentation entre 2009 et 2011, passant de 8,5 Md€ à 18 Md€ (soit une hausse de 111%)¹⁷. Selon la Banque de France, la distribution des crédits immobiliers aux sociétés a progressé entre 2009 et 2011 plus vite (+ 12 %) que celle des crédits dans leur ensemble (+ 6,1 %) ou même que les crédits d'investissement (+ 7,8 %). **L'effort d'investissement des entreprises françaises semble ainsi s'orienter davantage vers des investissements de remplacement et de précaution que vers des investissements de capacité ou de productivité, créateurs d'emplois et porteurs de croissance**

1.2.3. Loin de contribuer à l'investissement, le renforcement en fonds propres des PME/ETI françaises renvoie à une progression de la trésorerie en vue de réduire la vulnérabilité financière de ces entreprises

Le renforcement constaté des fonds propres au cours des dix dernières années ne semble pas avoir conduit à une meilleure couverture des besoins de financement de long terme des PME/ETI françaises. L'étude des bilans collectés par la Banque de France souligne, à cet égard, que le renforcement global, entre 2000 et 2010, de la structure bilancielle des PME/ETI françaises ne s'est pas traduit par un taux d'investissement plus dynamique, celui-ci ayant à l'inverse tendance à stagner en moyenne, voire à reculer sur la même période. Bien qu'il soit parfois difficile d'en distinguer pleinement les causes¹⁸, la hausse du poids des fonds propres semble plutôt renvoyer à un souci de précaution de la part des entrepreneurs face à la crainte d'une contraction de leurs financements de court terme. Il apparaît en effet que le recul constaté, au cours de la dernière décennie, de la part des financements bancaires courants dans le total de bilan (-3 points pour les PME et -4 points pour les ETI entre 1997 et 2010¹⁹) s'est opéré parallèlement à un renforcement du poids de la trésorerie²⁰, les entreprises mettant en réserve une part importante de leur résultat sous forme de liquidités. D'environ 10 % en 1997, la part moyenne de trésorerie dans le bilan est ainsi passée à 17 % en 2010 (16,5% pour les ETI et 21,5% pour les PME)²¹.

Associé à une rentabilité structurellement faible, ce renforcement de la trésorerie et des fonds propres semble avoir conduit, sur ces dix dernières années, à un net recul du taux d'autofinancement des entreprises françaises (ratio de l'épargne brute sur la formation brute de capital fixe – FBCF). Alors qu'il s'élevait, en moyenne pour l'ensemble des entreprises françaises, à 83,4% en 2004 (86,2% pour les PME), celui-ci a connu une dégradation quasi-continue au cours des années 2000, atteignant en 2012 son niveau le plus bas depuis 20 ans à 65,4% (66,1% pour les PME)²². Bien que l'autofinancement demeure, avec le crédit bancaire,

¹⁶ INSEE, *Conjoncture n°273*, 9 novembre 2011.

¹⁷ BNP Paribas Real Estate, *Property Report – L'investissement en France*, 1^{er} trimestre 2012.

¹⁸ Le renforcement de la part des fonds propres dans le bilan des entreprises peut résulter tant d'une hausse des fonds propres, par mise en réserve des résultats ou par apports externes que d'une réduction de la taille du passif, que ce soit par une baisse du besoin en fonds de roulement ou une réduction des autres dettes.

¹⁹ D'après les estimations effectuées à partir de la base BACH (base de données européenne contenant des informations agrégées sur les entreprises non financières), in Observatoire du financement des entreprises, rapport 2012.

²⁰ Picart, C., *Les PME françaises : rentables mais peu dynamiques ?*, document de travail de l'INSEE, février 2008 in Observatoire du financement des entreprises, rapport 2012.

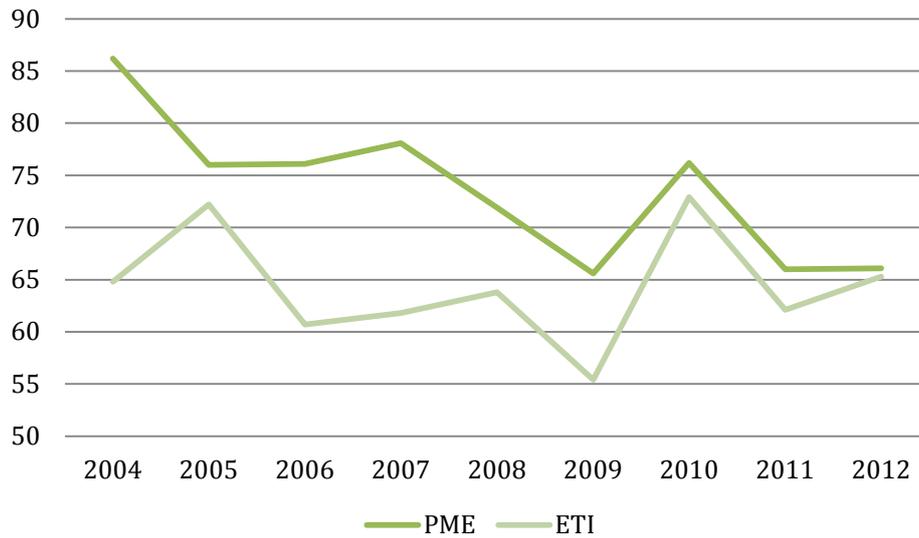
²¹ Cour des comptes, *L'État et le financement de l'économie*, juillet 2012.

²² INSEE, comptes nationaux des sociétés non financières ; Banque de France, décembre 2013.

Annexe IV

une des principales sources de financement des PME/ETI²³, notamment en matière de recherche et développement, **sa baisse structurelle et, dans une plus faible mesure, conjoncturelle –du fait de la faiblesse des taux de crédit bancaire - implique que l'effort d'investissement des PME/ETI dépend désormais de plus en plus de financements externes.**

Graphique 9 : Évolution du taux d'autofinancement des sociétés non financières sur la période 2004/2012 (en %)



Source : Mission à partir des données fournies par la Banque de France, décembre 2013.

Si le renforcement des fonds propres et de la trésorerie a permis, à court terme, de réduire la vulnérabilité financière des PME/ETI, il est néanmoins à craindre qu'un tel phénomène s'il venait à se prolonger, pourrait dégrader les capacités d'investissement à long terme de ces entreprises et, partant, les perspectives de relance de l'économie française.

²³ CGPME/KPMG, *Panorama de l'évolution des PME depuis 10 ans*, 2012.

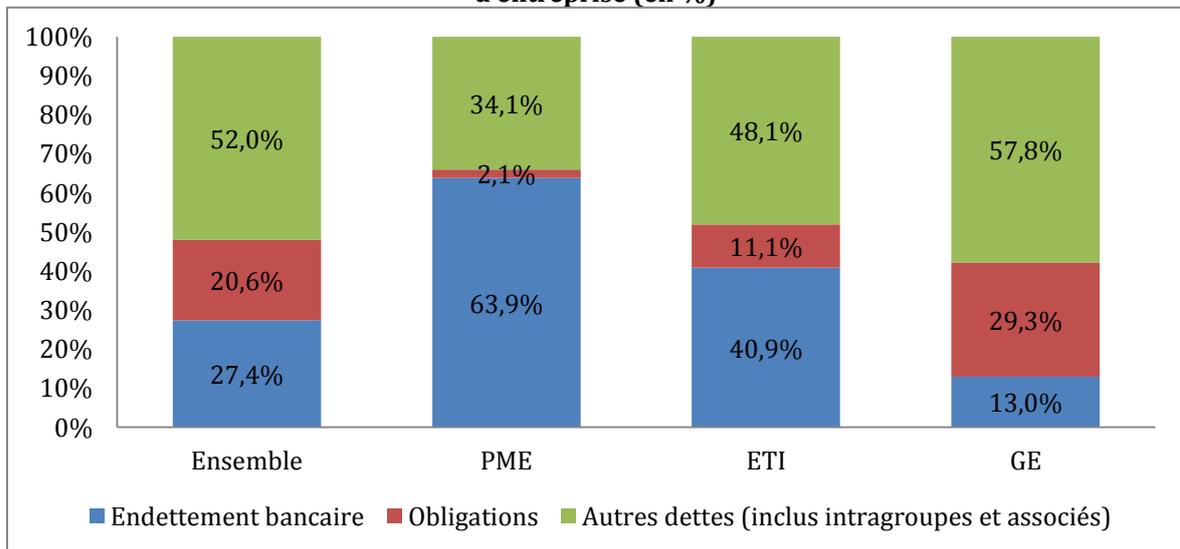
2. Si l'accès au crédit bancaire a été globalement préservé durant la crise, le financement des PME/ETI par les marchés financiers demeure limité du fait de contraintes conjoncturelles et structurelles

2.1. Fortement dépendantes du crédit bancaire dans leur financement et leurs investissements, les PME/ETI ont pu bénéficier, malgré la crise, d'un accès au crédit globalement préservé

2.1.1. Le financement et la capacité à investir des PME et, dans une moindre mesure, des ETI françaises dépendent fortement de l'accès au crédit bancaire

Le crédit bancaire constitue le mode de financement externe dominant des PME/ETI françaises. À l'image de la situation qui prévaut au sein des autres pays de la zone euro, le financement du secteur privé repose en effet essentiellement sur l'intermédiation bien que des différences notables apparaissent selon les catégories d'entreprises. Ainsi, si les dettes bancaires comptaient en 2012 pour près des deux tiers de l'endettement financier total des PME (63,9%), ce taux n'atteint que 40,9% pour les ETI et 13,0% pour les grandes entreprises, ces dernières recourant plus fréquemment, depuis la crise, au marché obligataire (leur financement obligataire est passé de 23,1% à 29,7% entre 2008 et 2010)²⁴. Cet écart s'observe également en matière d'investissement, les PME ayant davantage recours au crédit pour financer leurs équipements (38% contre 16% pour les grandes entreprises²⁵) et des investissements de long terme (cf. graphique 10). Au vu de la baisse du taux d'autofinancement ces dernières années et en l'absence de véritables alternatives, le financement et partant, l'investissement, des PME françaises se trouvent en conséquence fortement dépendants des conditions d'accès au crédit bancaire.

Graphique 10 : Composantes de l'endettement financier en 2012 par catégorie d'entreprise (en %)

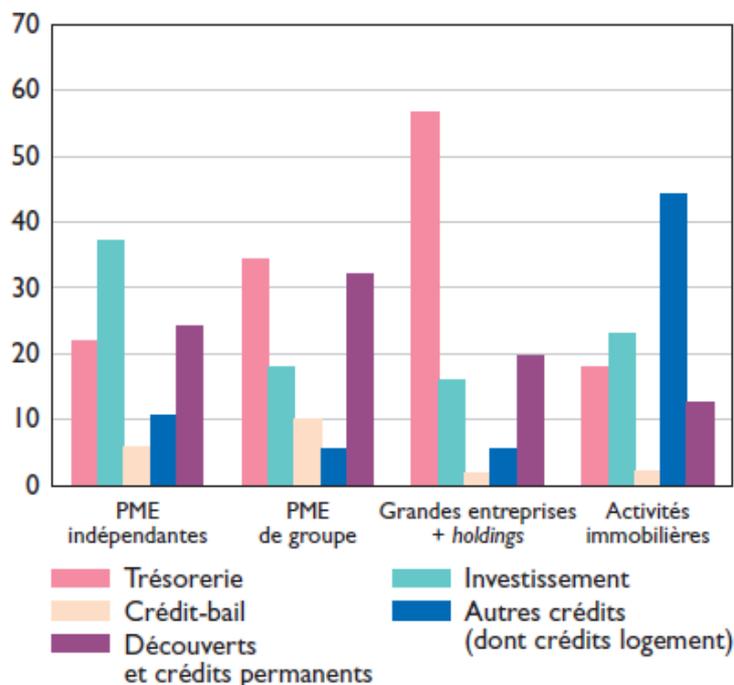


Source : mission à partir des données fournies par la Banque de France, décembre 2013.

²⁴ Banque de France, Base FIBEN.

²⁵ Cour des Comptes, *L'État et le financement de l'économie*, juillet 2012.

Graphique 11 : Répartition des crédits bancaires accordés par type de crédit et par catégorie d'entreprise entre janvier 2009 et juillet 2011 (en %)



Source : Banque de France.

2.1.2. Malgré la crise, l'accès des PME/ETI au crédit bancaire a été globalement préservé, la faible progression des encours de crédit étant essentiellement liée au ralentissement de la demande

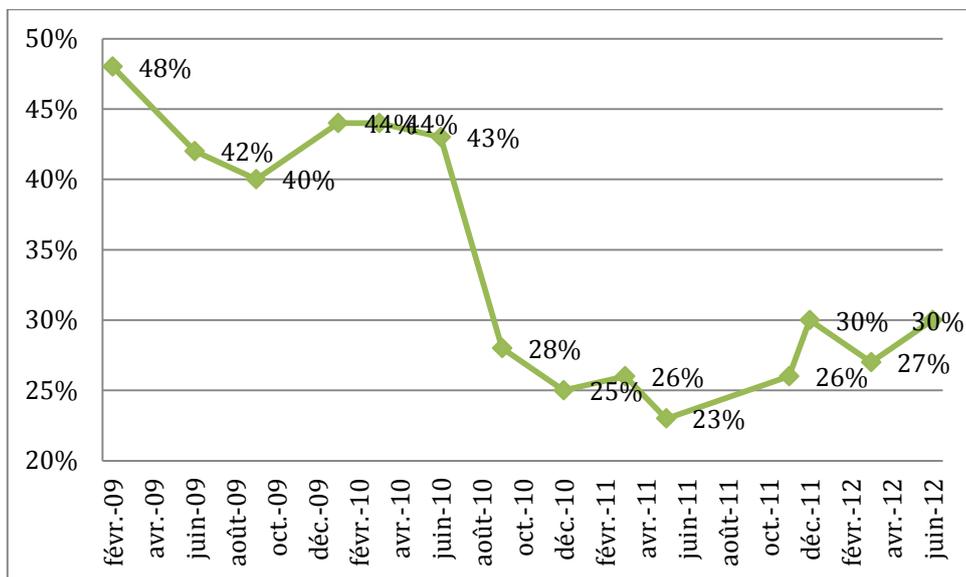
L'accès des entreprises au crédit est essentiel au financement de l'économie, particulièrement en temps de crise dans la mesure où il permet de soutenir des mesures contra-cycliques d'investissement et d'amorcer ainsi la relance économique. À l'inverse, un resserrement du crédit induit des effets pro-cycliques importants, susceptibles d'affecter l'équilibre financier des entreprises à court terme et leurs perspectives de développement à long terme.

À cet égard, plusieurs études qualitatives déplorent un durcissement depuis 2009 des critères d'octroi de crédits bancaires aux entreprises. Selon le baromètre annuel KPMG/CGPME, 30% des dirigeants de PME interrogés déclaraient ainsi en juin 2012 (48% en février 2009) se restreindre dans leurs investissements en raison de difficultés d'accès au crédit, contre seulement 16% en 2004.

Annexe IV

Graphique 12 : Analyse qualitative de l'autolimitation dans les investissements et l'accès au crédit chez les dirigeants de PME entre 2009 et 2012 (en %)

Est-ce que, en raison de difficultés d'accès au crédit, vous vous restreignez dans vos investissements et vos demandes auprès de votre (vos) banque(s) ? Total réponses oui (en %)



Source : Graphique IGF, données baromètre CGPME/KPMG sur le financement et l'accès au crédit des entreprises.

Les études quantitatives menées par la Banque de France semblent, cependant, tempérer le ressenti négatif d'une partie des entrepreneurs et montrent que l'accès des PME/ETI au crédit bancaire a été globalement préservé durant la crise.

Si on observe un ralentissement de la distribution de crédit aux entreprises (le taux de croissance annuel de l'encours des crédits passe de 7,5% en mai 2008 à -1,3% en octobre 2009), les encours de crédit aux PME ont néanmoins fait preuve d'une relative résistance au regard de l'ampleur de la récession (cf. graphique 13). Le montant total des encours aux PME n'a ainsi que légèrement reculé entre juin et décembre 2009 et a repris sa croissance dès 2010 pour retrouver en 2011 son taux de croissance annuel d'avant crise (autour de 6%). Les données issues de la Centrale des risques, qui collecte des données de crédit par type d'entreprises, soulignent également une meilleure tenue des encours de crédit aux PME et TPE indépendantes, dans le court comme dans le long terme en 2009, par rapport aux autres catégories d'entreprises. En dépit de l'amélioration constatée en 2010-2011, un nouveau ralentissement de la croissance des encours de crédits aux PME semble néanmoins perceptible depuis 2012, le montant total des crédits octroyés n'ayant progressé que de 2,6% en décembre 2012 contre 5,7% sur la même période en 2011 (cf. graphique 13).

Annexe IV

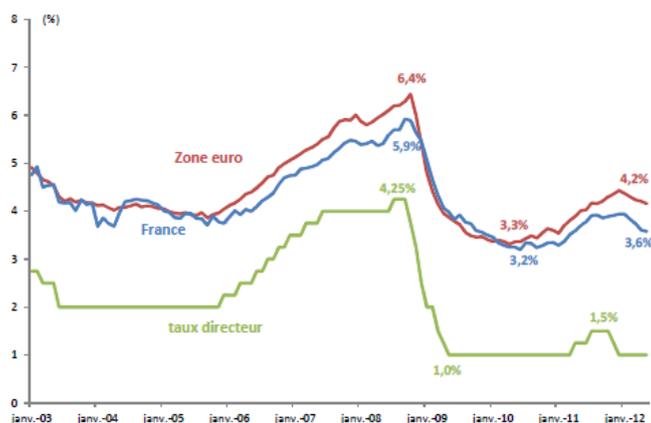
**Graphique 13 : Évolution des crédits aux PME en France entre 2008 et 2012
(taux de croissance annuel en%)**



Source : mission à partir des données fournies par la Banque de France, décembre 2013.

Les entreprises françaises ont pu pourtant bénéficier – et bénéficient toujours – d’un environnement de taux favorable. Suite aux opérations menées par la BCE, la baisse du coût de refinancement des banques s’est en effet rapidement traduite par des taux de crédit aux entreprises historiquement bas (cf. graphique 14). Après s’être inscrits à 5,9% en septembre 2008, le taux des crédits aux PME²⁶ s’élevait à seulement 3,04% en octobre 2013²⁷. Il convient en outre de signaler que les entreprises françaises bénéficient en moyenne d’un crédit moins onéreux que leurs concurrentes européennes (4,5% en moyenne pour la zone euro). La zone euro présente, à cet égard, des écarts importants, les taux de crédit aux PME espagnoles et italiennes atteignant respectivement 5,4% et 5,0% en octobre 2013 (contre 3,7% pour l’Allemagne sur la même période)²⁸.

**Graphique 14 : Évolution des taux moyens des crédits nouveaux aux PME entre 2003 et 2012
(en %)**



Source : BCE, mai 2012.

²⁶ Compris ici comme le taux des crédits nouveaux d’un montant inférieur ou égal à 250 000€.

²⁷ Banque de France, DGS, décembre 2013.

²⁸ BCE, Banque de France, DGS, décembre 2013.

Annexe IV

Selon l'enquête SAFE²⁹, le taux de réussite des demandes de crédit des PME françaises reste globalement stable et satisfaisant sur la période 2009-2012, s'élevant à 82% en moyenne contre 68% au niveau européen. La Banque de France note par ailleurs une légère progression de l'accès au crédit au cours du 3^{ème} trimestre 2013, 75% des demandes de crédit de trésorerie et 90% des demandes de crédit d'investissement ayant été totalement ou en grande partie (à plus de 75%) satisfaites, contre respectivement 69% et 87% sur la même période en 2012 (cf. graphique 17)³⁰. Au vu de ces différents éléments, le ralentissement de la croissance des encours de crédit aux entreprises observé en 2009 et, plus récemment, depuis 2012 ne paraît pas résulter – du moins principalement – d'un resserrement de l'offre de crédit.

Cette analyse est confortée par une étude économétrique de la Banque de France établie à partir des données bilancielles de 60 000 PME indépendantes³¹. Sur la base de l'estimation des fonctions d'offre et de demande de financement bancaire des PME, l'étude met en évidence un phénomène de rationnement relativement modeste sur les périodes 2007-2010 et 2010-2012. Sur l'ensemble de la période 2010-2012, moins de 6,3% des entreprises ayant des crédits ont souffert d'un rationnement partiel et moins de 2,0% des entreprises n'ayant aucun crédit sont dans cette situation du fait d'un rationnement total (cf. graphiques 15 et 16). Ce constat global appelle néanmoins quelques nuances. Outre les PME industrielles (PMI), plus affectées par la crise³², les TPE et les PME de moins de cinq ans paraissent davantage touchées par ce rationnement, qu'il soit partiel (9,2% pour les plus petites TPE et 8,7% pour les jeunes PME) ou total (3,5% pour les TPE, 5,1% pour les jeunes PME). Les entreprises ayant vu leur cotation dégradée font également face à de fortes contraintes de crédit (rationnement partiel et total de respectivement 21,7% et 23,5%), qui s'expliquent, en grande partie, par la précarité de leur situation financière.

²⁹ BCE, *Survey on the Access to Finance of Small and medium-sized enterprises in the Euro area*, mars 2012.

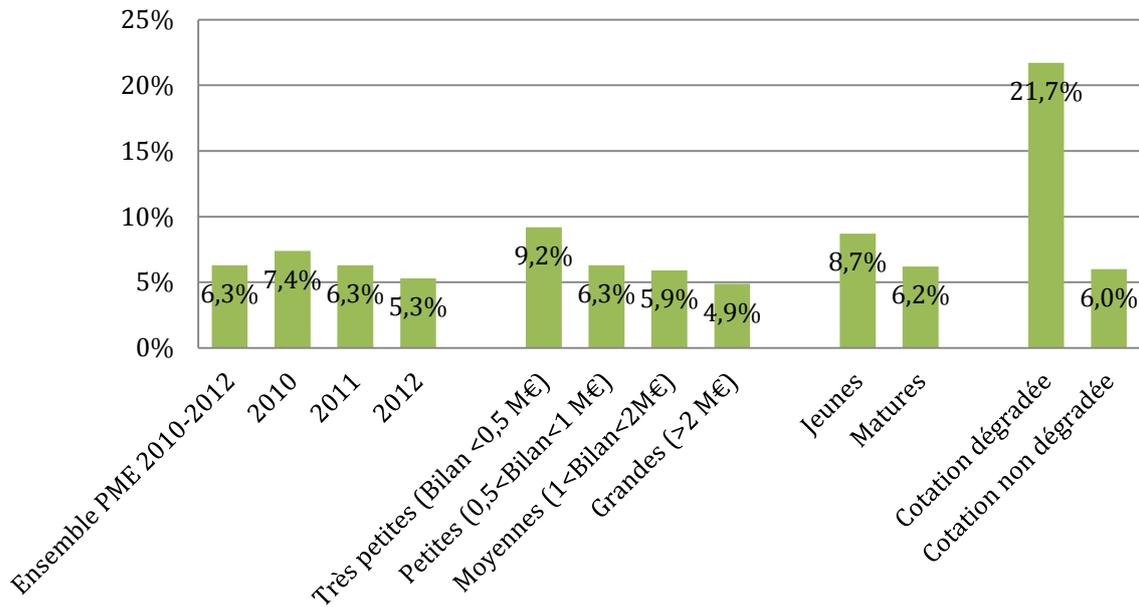
³⁰ Banque de France, Direction Générale des Statistiques, enquête trimestrielle sur l'accès au financement bancaire des entreprises de l'industrie et des services, troisième trimestre 2013. Les légers écarts observés entre les résultats de l'enquête SAFE et ceux de la Banque de France s'expliquent par des différences méthodologiques liées aux périodes étudiées (enquête semestrielle/trimestrielle) et aux échantillons retenus (900 PME /échantillon cylindré de plus de 3 000 PME et 400 ETI).

³¹ Kremp, E. et Sevestre, P.(2013), *Did the crisis induce credit rationing for French SMEs ?*, *Journal of Banking and Finance*, (2013), Vol. 37, n°12. Actualisation 2010-2012 présentée lors du Séminaire Fourgeaud « Financement des entreprises » organisé par la Direction générale du Trésor le 12 juin 2013

³² Si l'étude menée sur la période 2010-2012 ne procède pas à une analyse sectorielle, celle de 2007-2010 révélait un rationnement partiel plus marqué à l'égard des PMI (7,7% contre 6,9% en moyenne pour l'ensemble des PME), notamment des PMI jeunes (15,3% contre 10,3%).

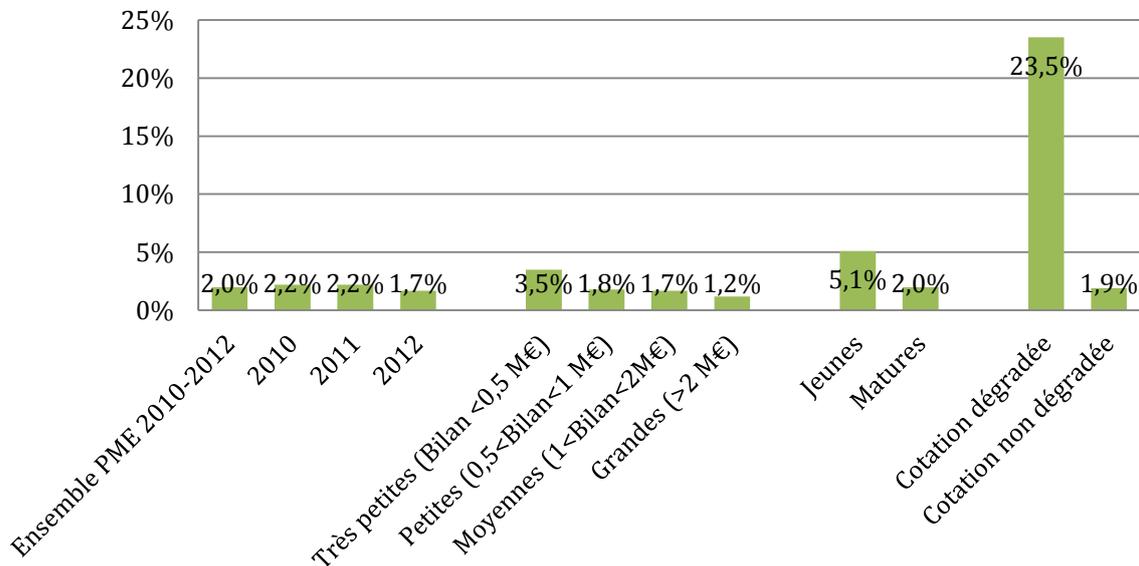
Annexe IV

**Graphique 15 : Évaluation du rationnement partiel du crédit aux PME sur la période 2010-2012
(en % des entreprises avec crédits)**



Source : Mission d'après les données fournies par la Banque de France, direction des enquêtes et des statistiques sectorielles, 2013.

**Graphique 16 : Évaluation du rationnement total du crédit aux PME sur la période 2010-2012
(en % des entreprises sans crédits)**

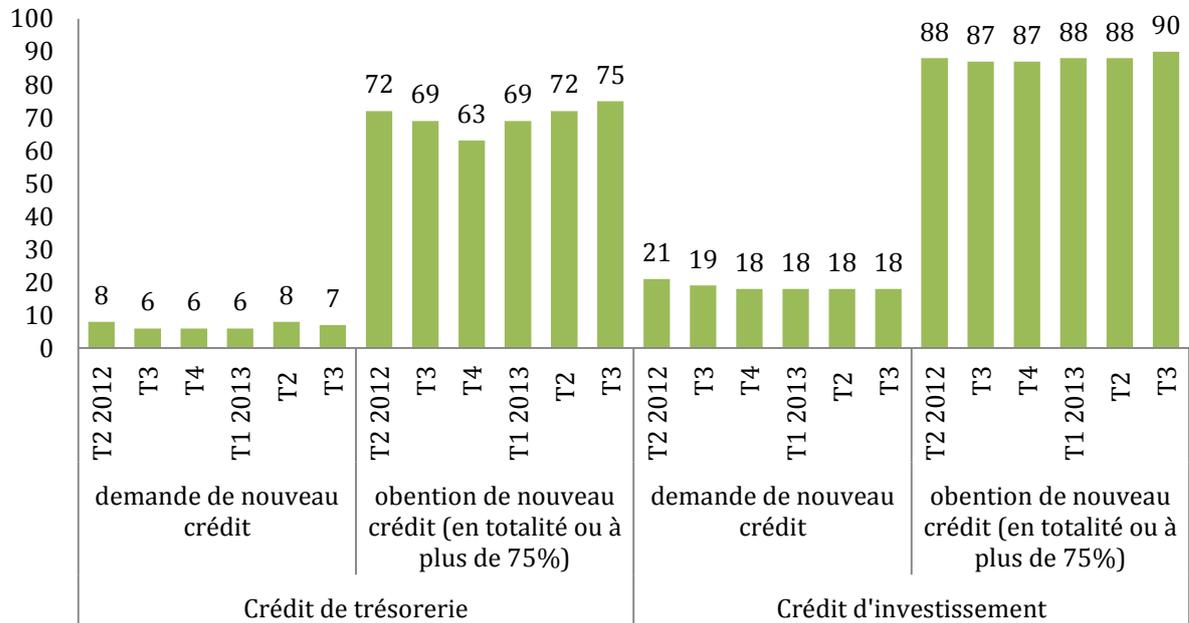


Source : Mission d'après les données fournies par la Banque de France, direction des enquêtes et des statistiques sectorielles, 2013.

Si la crise a pu, dans certains cas, conduire à une plus grande sélectivité dans l'attribution des crédits, **les difficultés de financement bancaire apparaissent, en l'état actuel, somme toute limitées en moyenne pour les PME françaises. Il ressort des études menées que le ralentissement constaté de la distribution du crédit bancaire depuis 2009 résulte moins d'une restriction de l'offre de crédit que d'une atonie de la demande (cf. graphique 18),** sans qu'il ne soit néanmoins possible d'en distinguer ce qui tient de la

faiblesse actuelle de l'activité économique et des anticipations négatives des entreprises sur leur perspectives ou leur capacité d'accès au crédit³³.

Graphique 17 : Demande et obtention de nouveaux crédits par les PME (en % du nombre d'entreprises sondées)



Source : Mission à partir des données fournies par la Banque de France, DGS, T3 2013.

2.2. Soutien essentiel à la création et au développement de PME/ETI porteuses de croissance, le marché du capital-investissement fait néanmoins face à un assèchement important de ses ressources ainsi qu'à des faiblesses structurelles susceptibles d'affecter son développement à moyen terme.

2.2.1. Le marché du capital-investissement joue un rôle important dans le financement en fonds propres des PME/ETI innovantes et à fort potentiel de croissance

L'activité de capital-investissement vise à apporter des financements en fonds propres à des PME ou des ETI généralement non cotées en prenant des participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de ces entreprises. Cette source de financement s'avère particulièrement appropriée aux PME/ETI innovantes ou en phase de croissance, très exposées aux risques et pour lesquelles le recours au crédit bancaire n'est pas adapté face à l'ampleur des besoins et/ou des risques pris.

Le métier du capital-investissement est composé de quatre spécialités destinées à accompagner les différents stades de développement des entreprises :

- ♦ le capital-risque qui intervient aux premiers stades du développement de l'entreprise alors que celle-ci n'est pas encore rentable (10,6% des investissements au premier semestre 2013³⁴) ;

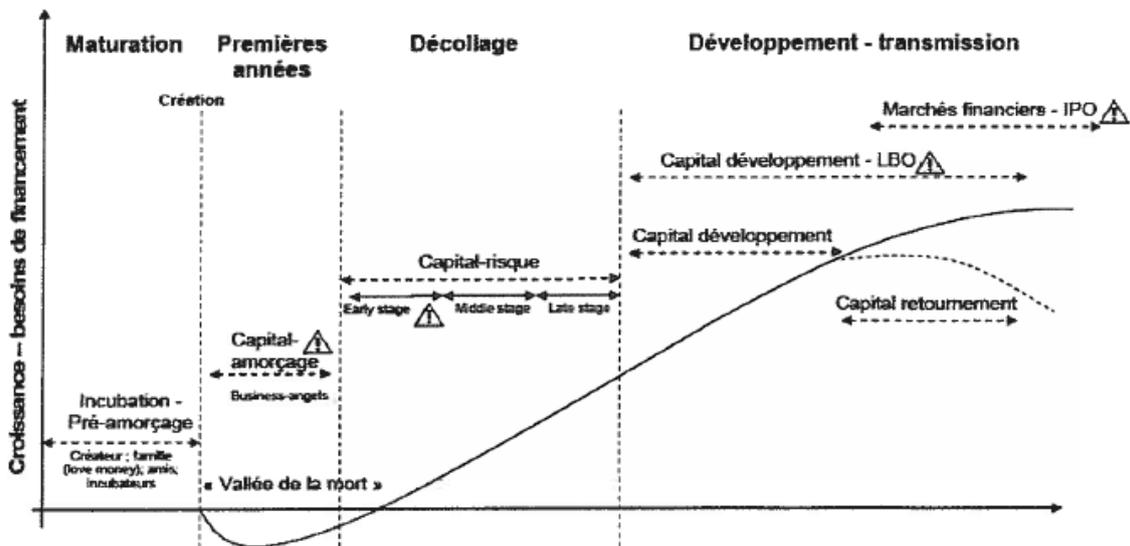
³³ Rapport Berger-Lefebvre, avril 2013 ; Observatoire du financement des entreprises, rapports 2011 et 2012.

³⁴ Calcul réalisé à partir des données fournies par l'AFIC.

Annexe IV

- ◆ le capital-développement qui vise à accompagner le développement d'entreprises déjà relativement matures et présentant de fortes perspectives de croissance (24,0% des investissements) ;
- ◆ le capital-transmission (ou *leverage buy-out*, LBO) qui se concentre sur l'acquisition, la transmission ou la cession d'entreprises matures (62,7% des investissements) ;
- ◆ le capital-redressement ou retournement qui cible la restructuration et le redressement d'entreprises en difficulté (ce segment demeure assez marginal, représentant moins de 2,7% des investissements au premier semestre 2013).

Graphique 18 : Segmentation de l'activité de capital-investissement au cours du cycle de vie d'une entreprise



Source : IGF, *Évaluation des dispositifs fiscaux en faveur du capital-investissement dans les PME*, 2010.

Le capital-investissement ne se limite pas au seul apport de fonds. Via leur présence dans les organes de gouvernance, les gestionnaires de fonds jouent souvent un rôle de conseil important dans la gestion et les choix stratégiques de développement des entreprises investies.

Alors que cette activité est présente aux États-Unis depuis le début des années 50, son développement en France ne remonte qu'à la fin des années 90. Le marché français du capital-investissement a connu depuis un essor significatif, devenant le deuxième marché européen, par sa taille, après le Royaume-Uni.

Depuis 1999, près de 90 Md€³⁵ ont été investis dans près de 15 000 entreprises et quelques 5 000 entreprises sont aujourd'hui accompagnées par le capital-investissement, dont 80% ayant leur siège social en France. 6,1 Md€ ont été investis en 2012 dans 1 548 entreprises. Le ticket moyen d'investissement dans une entreprises pour son premier financement était en 2012 de 4,1 M€ contre 3,2 M€ dans le cas d'un réinvestissement dans une PME déjà financée.

³⁵ Source AFIC. À noter que le périmètre de l'AFIC exclut notamment l'activité des sociétés de fonds étrangères qui n'ont pas de bureaux en France. D'après les données de l'EVCA (*European Private Equity and Venture Capital Association*), les volumes d'activité des gestionnaires étrangers sur le territoire français et l'activité des gestionnaires français à l'étranger se compensent globalement. De même, certains fonds régionaux de taille modeste sont exclus du périmètre de l'AFIC. Si cela induit un impact potentiel sur le nombre d'entreprises investies, le biais sur les volumes d'investissement, de désinvestissement et de levées de fonds présentées par l'AFIC est a priori négligeable, selon la direction générale du Trésor.

Annexe IV

Les activités de capital-investissement jouent un rôle relativement important dans le financement en fonds propres des entreprises non cotées françaises. La direction générale du Trésor estime l'encours global, en 2012, des participations du capital-investissement dans les entreprises françaises de l'ordre de 40 à 60 Md€. Rapporté au capital social des sociétés non financières susceptibles d'être investies par le capital-investissement (700 Md€ en 2011)³⁶, cet encours représenterait ainsi 6 à 8% de la capitalisation de ces sociétés.

Si son impact peut paraître limité au regard de la part des entreprises visées (0,9% de l'ensemble des PME en 2012³⁷), il convient de rappeler que le capital-investissement n'a vocation à toucher qu'un nombre faible d'entreprises – celles qui sont innovantes et à haut potentiel de croissance – et que son importance pour le dynamisme de l'économie française est significativement supérieure à la fraction des entreprises qu'il soutient. On remarque cependant que le marché du capital-investissement français concerne principalement les entreprises matures, 68,4%³⁸ de son volume étant constitué, sur la période 2006-2012, d'opérations de capital-transmission.

**Tableau 1 : Évolution des investissements en capital-investissement sur la période 2006-2012
(en M€ et en nombre d'entreprises)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variation	Variation	TCAM ³⁹
								2011-2012	2008-2012	2008-2012
en millions d'euros	10 164	12 554	10 009	4 100	6 598	9 738	6 072	-38%	-39%	-12%
dont capital-innovation	536	677	738	587	605	597	443	-26%	-42%	-13%
dont capital-développement	1 057	1 310	1 653	1 798	2 310	2 940	1 946	-34%	18%	4%
dont capital-transmission / LBO	8 075	10 340	7 399	1 605	3 512	6 015	3 568	-41%	-52%	-17%
< 100 M€	4 063	4 938	2 857	1 358	1 863	2 413	1 972	-18%	-31%	-9%
≥ 100 M€	4 012	5 402	4 542	247	1 649	3 602	1 598	-56%	-65%	-23%
dont capital-retournement	95	84	99	84	90	118	115	-3%	-16%	4%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variation	Variation	TCAM
								2011-2012	2008-2012	2008-2012
en nombre d'entreprises	1 376	1 558	1 595	1 469	1 685	1 694	1 548	-9%	-3%	-1%
dont capital-innovation	335	416	428	401	458	371	365	-2%	-15%	-4%
dont capital-développement	481	557	707	779	916	960	871	-9%	23%	5%

³⁶ Ce nombre fait référence à l'ensemble des SNF non cotées. À noter qu'une part (pouvant atteindre 10% à 20%) des investissements des fonds est réalisée dans des sociétés cotées.

³⁷ Ce ratio n'inclut pas les TPE. Le décret du 18 décembre 2008 définit ces dernières comme les entreprises de moins de 10 salariés dont le bilan et le chiffre d'affaires sont inférieurs à 2 M€.

³⁸ Calcul réalisé à partir des données fournies par l'AFIC.

³⁹ TCAM : Taux de croissance annuel moyen

Annexe IV

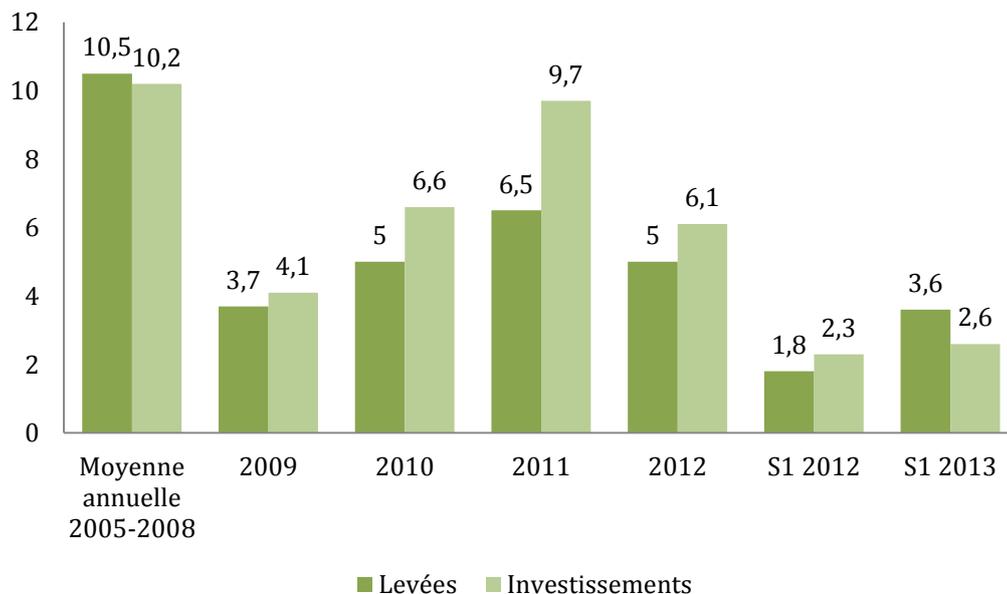
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variation	Variation	TCAM
								2011-2012	2008-2012	2008-2012
dont capital- transmission / LBO	362	462	388	231	264	292	292	-0%	-25%	-7%
< 100 M€	350	438	373	229	257	275	280	2%	-25%	-7%
≥ 100 M€	12	24	15	2	7	17	12	-29%	-20%	-5%
dont capital- retournement	24	38	28	31	25	17	20	18%	-29%	-8%

Source : Tableaux IGF, données AFIC.

2.2.2. Fortement affecté par la crise, le marché du capital-investissement connaît, depuis 2009, un déficit important de capitaux par rapport au besoin de financement constaté avant la crise

L'essor important du capital-investissement au cours de la dernière décennie semble aujourd'hui remis en cause par la plus grande difficulté à mobiliser des financements. Depuis quatre ans, les fonds de capital-investissement investissent plus qu'ils ne récoltent de ressources. La crise a en effet conduit à une baisse conséquente des levées de fonds, qui – à moins qu'elle ne soit rapidement résorbée - risque de réduire significativement le montant des investissements à destination des PME/ETI. Si, sur la période 2005-2008, les fonds gérés par les sociétés de gestion de capital-investissement membres de l'AFIC levaient en moyenne 10,5 Md€ par an, ce montant ne s'élevait plus qu'à 3,7 Md€ en 2009 et restait toujours, en 2012, deux fois inférieur (5 Md€) à son niveau d'avant la crise. Bien que les levées de fonds sur le premier semestre 2013 s'établissent en hausse (+103%) par rapport au premier semestre 2012, ce doublement ne semble pas démontrer une amélioration structurelle dans la mesure où il résulte à plus de 40% d'une seule levée majeure.

Graphique 19 : Évolution du différentiel entre investissements et levées de fonds (en Md€)



Source : Graphique IGF, données AFIC.

Annexe IV

Les personnes rencontrées par la mission attribuent cette baisse à plusieurs facteurs :

- ◆ le contexte économique actuel ;
- ◆ les évolutions réglementaires (Bâle III et Solvabilité II) touchant les banques et les assurances qui choisiraient de réduire leur exposition à cette activité ;
- ◆ les évolutions fiscales récentes qui limiteraient l'investissement des particuliers en capital.

Alors qu'elles étaient à l'origine de près de 40% des levées de fonds du capital-investissement français en 2006, les banques et les compagnies d'assurance ne représentaient plus que 28% du total des levées en 2011 (cf. graphique 19). La crise financière a par ailleurs vu le retrait presque total de ces deux acteurs sur les segments du capital-risque et du capital-développement. Outre l'impact de la crise, ce désengagement pourrait, en partie, correspondre à une anticipation des nouvelles règles prudentielles, peu favorables à la détention de produits risqués et peu liquides.

À titre de comparaison, il apparaît par ailleurs intéressant de souligner l'ampleur des montants levés auprès des caisses de retraite (fonds de pension) étrangères. Sur le premier semestre 2013, leur contribution au financement du capital-investissement français (583 M€) était ainsi plus de sept fois supérieure à celle de leurs homologues françaises (79 M€). Cette différence tient bien entendu à la nature de ces régimes (régime par capitalisation ou par répartition), mais également à la plus ou moins grande souplesse des règles prudentielles qui leur sont applicables (cf. 3).

Suite au désengagement des banques et des assurances, les particuliers (personnes physiques et *family offices*) sont devenus les principaux pourvoyeurs de fonds du marché du capital-investissement, représentant 30% des capitaux levés entre 2009 et 2011 contre 19,9% entre 2006 et 2008. Le nombre de souscripteurs de fonds d'investissement de proximité (FIP) et de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) connaît cependant une baisse régulière depuis 2008 et les montants levés par ces véhicules se sont réduits du fait notamment de l'évolution de la fiscalité (diminution de la réduction d'impôt, réforme de l'ISF, plafonnement des niches) qui visait à rationaliser ces dispositifs. Alors qu'elle atteignait 1,1 Md€ en 2008, la collecte ne s'élevait plus en 2012 qu'à 646 M€ (soit une baisse de 42%) et ne concernait que 83 000 investisseurs contre 145 000 en 2008 (baisse de 43%)⁴⁰.

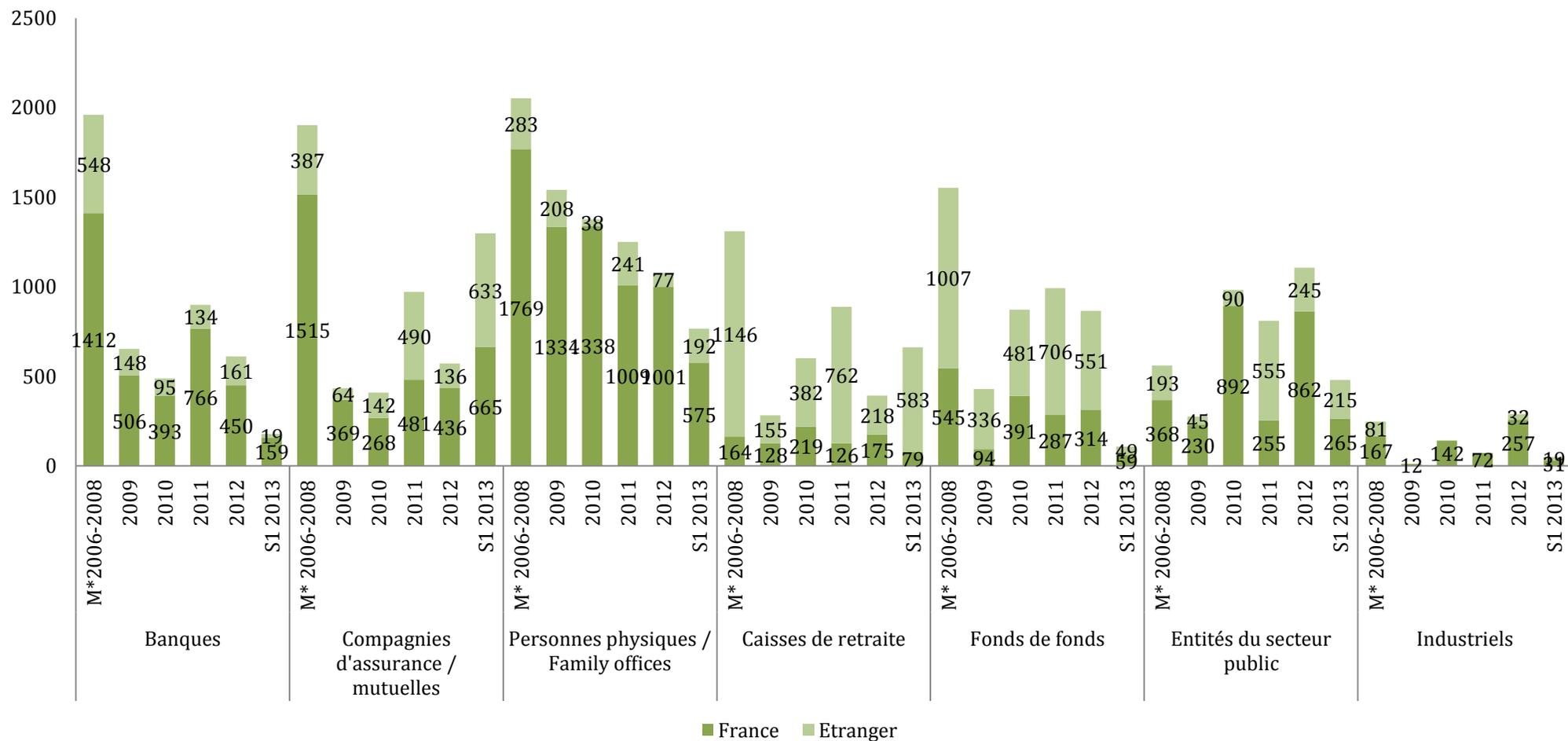
Dans ce contexte, le marché du capital-investissement apparaît aujourd'hui très dépendant des financements étrangers (30% des fonds levés en 2012) qui s'avèrent toutefois assez volatils (1,5 Md€ levés en 2012 contre 3,3 Md€ en 2011) et, pour les segments les plus en amont (capital-risque, capital-développement), d'interventions publiques directes (par le biais des investissements de Bpifrance) ou indirectes (au travers d'avantages fiscaux). La part des financements en provenance d'entités publiques représentait ainsi plus de 22% (1,1 Md€) des fonds levés en 2012 ; la BPI et ses fonds partenaires finançaient par ailleurs près de la moitié (881) des PME présentes sur le marché du capital-investissement⁴¹.

⁴⁰ Source ; AFIC-AFG.

⁴¹ BPI, *Capital Investissement, Étude 2013*.

Annexe IV

Graphique 19 : Répartition des capitaux levés par principaux types de souscripteurs (en M€)



Source : Mission d'après les données fournies par l'AFIC (M* = moyenne).

2.2.3. Relativement satisfaisante en termes de capital-développement, la pénétration du capital-investissement en France s'avère cependant insuffisante sur les segments risque et transmission

Si le rétablissement des levées de fonds à leurs niveaux d'avant crise constitue aujourd'hui une priorité afin de maintenir, à moyen terme, un niveau d'investissement suffisant, les difficultés structurelles que connaît le segment du capital-risque et la taille limitée des opérations de capital-transmission soulèvent également des enjeux de plus long terme sur la capacité du secteur à soutenir la création et le développement des PME/ETI françaises.

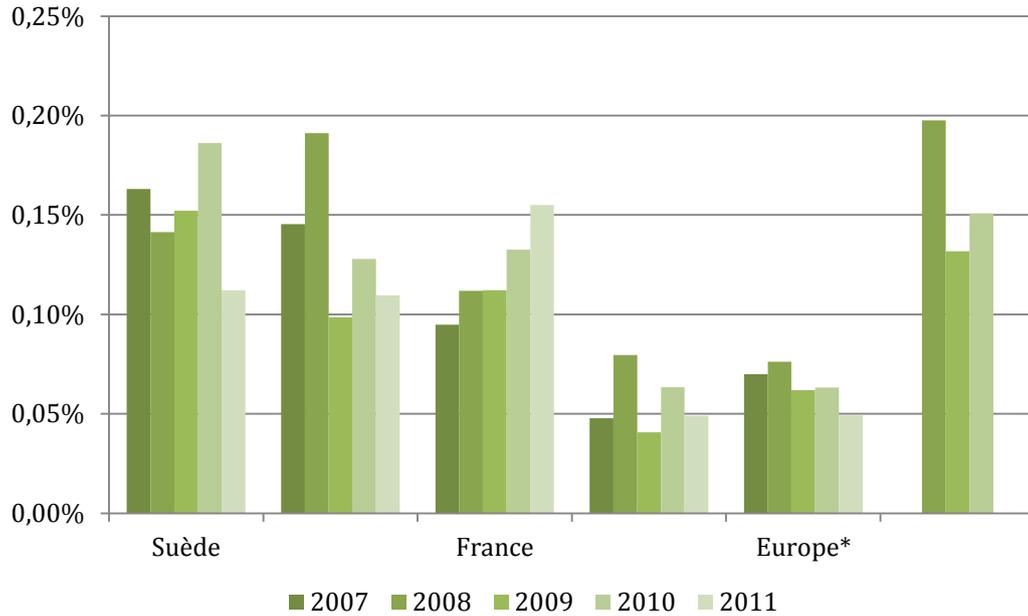
Alors que l'activité de capital-investissement connaît depuis 2009 une forte baisse, en grande partie liée au recul important des activités de capital-transmission, les montants investis en capital-développement ont progressé en volume tout au long de la crise, passant de 1,6 Md€ en 2009 à 2,9 Md€ en 2011. Le capital développement a ainsi joué un rôle contracyclique durant cette période, principalement pour les entreprises déjà en portefeuille (représentant 70% des investissements réalisés au cours de l'année 2009⁴²). Bien que perfectible, la pénétration du capital-développement en France apparaît relativement satisfaisante. Si l'on ne tient compte que des stades amont du capital-investissement (hors opérations de transmission) à destination du financement du développement et de la croissance des PME, les écarts de pénétration en France par rapport à d'autres pays généralement considérés comme plus matures en termes de développement du capital-investissement (Suède, Royaume-Uni, États-Unis, Israël) apparaissent en effet peu élevés. La part du capital-risque et développement français (0,13% du PIB) se rapprochait ainsi, en 2010, de celle observée au Royaume-Uni (0,13%), en Suède (0,19%) et aux États-Unis (0,15%) et semblait même dépasser en 2011 (0,16%) celle de ces pays L'analyse de ces résultats appelle néanmoins à une certaine prudence du fait de différences et de lacunes méthodologiques importantes dans le calcul des agrégats⁴³.

⁴² Observatoire du financement des entreprises, rapport 2011.

⁴³ Ces données peuvent en effet recouvrir des notions différentes selon les pays en fonction notamment du périmètre, plus ou moins strict, retenu dans la définition de ces segments de capital-investissement et des données disponibles en matière d'investissements réalisés par les fonds étrangers.

Annexe IV

Graphique 20 : Comparaison des taux de pénétration du capital-risque et développement sur la période 2007-2011 (montants investis sur le marché national en % du PIB)



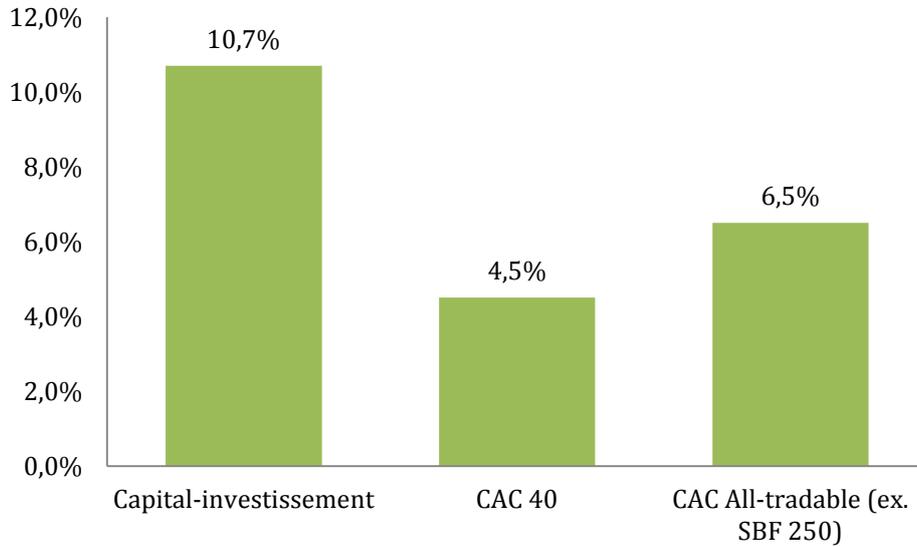
Source : Graphique IGF, calcul DG Trésor à partir des données de l'EMPEA, EVCA, Pitchbook, AFIC.

Ce constat globalement positif masque cependant des différences importantes. Le segment du capital-risque reste en effet peu développé en France et dépend encore, dans une très large mesure, des financements publics. En baisse depuis 2009, les opérations en capital-risque ne représentaient en 2012 que 443 M€ (contre 758 M€ en 2008, soit une baisse de 42%) et ne concernaient que 365 entreprises (contre 428 en 2008), illustrant les difficultés de financement des TPE et des PME dans leur phase dite « d'amorçage ». Sur ce segment très particulier, les problèmes d'asymétrie d'information entre les porteurs de projets et les financeurs potentiels ainsi que la faiblesse des rendements observés (le taux de rentabilité interne (TRI) 2012 depuis l'origine était de -0,9% contre 10,7% en moyenne sur l'ensemble du capital-investissement⁴⁴) et surtout leur très grande variance rendent en effet les financements privés relativement difficiles à mobiliser.

⁴⁴ Source : AFIC.

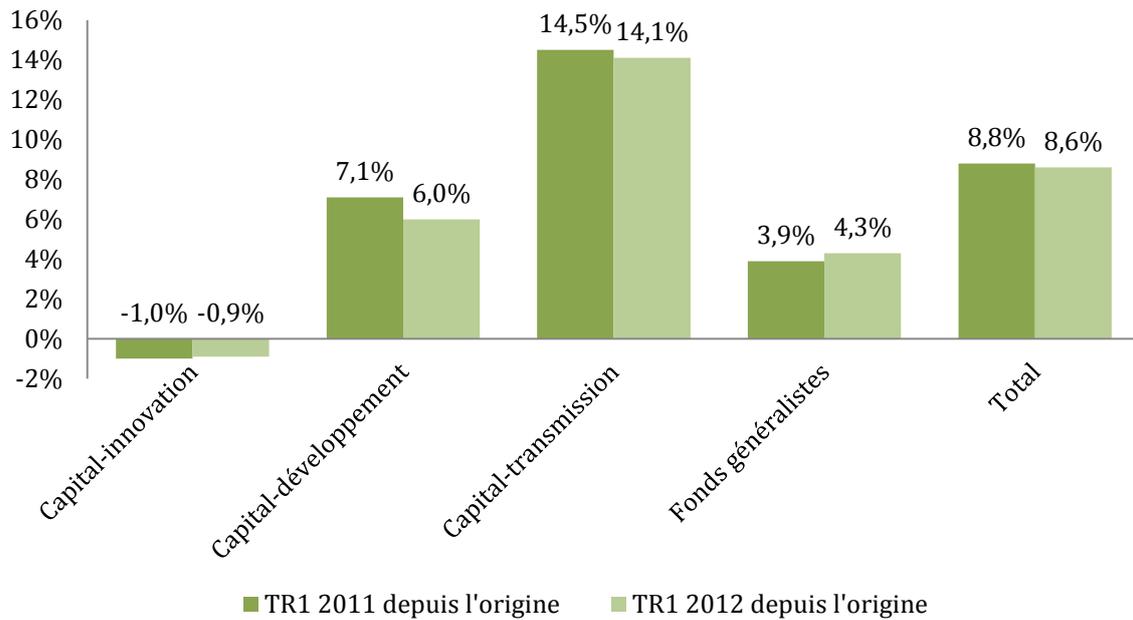
Annexe IV

Graphique 21 : Comparaison du TRI sur 10 ans à fin 2012 du secteur du capital-investissement et des marchés d'actions cotées (en %)



Source : Graphique IGF, données AFIC-EY.

Graphique 22 : TRI nets depuis l'origine mesurés à fin 2012 par métier (en %)



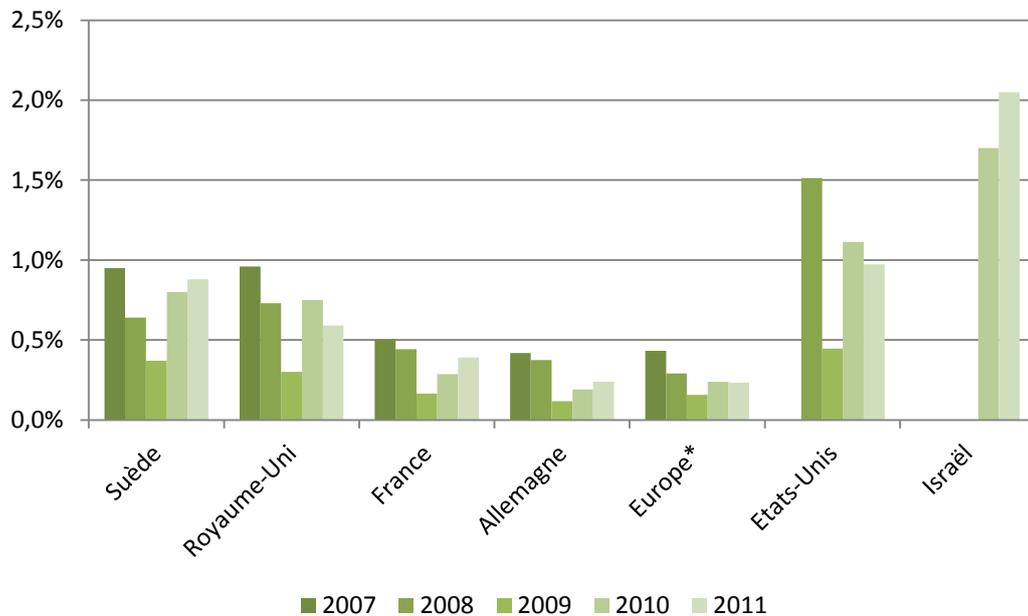
Source : AFIC-EY.

Annexe IV

Concernant les opérations de capital-transmission (LBO), si celles-ci sont courantes, leur montant demeure cependant limité. Le faible nombre d'opérations de grande envergure explique, dans une large mesure, le taux relativement faible de pénétration du capital-investissement dans son ensemble par rapport à celui de marchés plus établis (Royaume-Uni, États-Unis, Israël). Contrairement à ces pays, les opérations visant à accompagner la croissance de PME ou d'ETI vers des capitalisations de quelques centaines de millions d'euros - voire plus d'un milliard d'euros - semblent en effet rares. Cette situation contribue *in fine* au nombre relativement faible d'ETI présentes en France⁴⁵.

Les raisons de cette différence tiennent tant à l'offre qu'à la demande pour ce type de financement. D'une part, les investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurances) ne semblent pas disposer, en l'état actuel, d'une capacité d'investissement suffisante pour participer à ces opérations d'envergure. D'autre part, certains dirigeants de PME de croissance semble préférer le rachat et l'adossement à un grand groupe plutôt que la croissance autonome, tandis que d'autres paraissent réticents à se laisser accompagner par le capital-investissement, par crainte de perdre le contrôle de leur entreprise.

Graphique 23 : Comparaison des taux de pénétration du capital-investissement sur la période 2007-2011 (montants investis sur le marché national en % du PIB)⁴⁶



Source : Graphique IGF, calculs DG Trésor à partir des données de l'EMPEA, EVCA, Pitchbook, AFIC.

2.3. Le recours aux marchés financiers reste encore marginal et n'est que rarement envisagé par les PME/ETI

En dépit de plusieurs initiatives ces dernières années, le recours des PME et ETI aux financements externes non-bancaires (dette obligataire, émission d'actions) apparaît encore limité. Cette désaffection tient autant à une faible appétence des PME/ETI pour ces marchés qu'à une offre structurellement contrainte du fait même de la nature de ces entreprises.

⁴⁵ Source : direction générale du Trésor.

⁴⁶ Ces montants doivent être interprétés avec précaution du fait de différences méthodologiques importantes dans le calcul des agrégats.

2.3.1. Les marchés des actions et obligations se concentrent principalement sur les grandes entreprises et n'offrent qu'un accès limité aux PME/ETI

Réorganisé en 2005, le marché boursier français comprend un marché réglementé, Euronext, destiné aux grands groupes, aux ETI et aux grandes PME divisé en trois compartiments selon le niveau de capitalisation des entreprises⁴⁷ ainsi qu'un marché organisé, Alternext, destiné aux PME, à partir de 2,5 M€ de levée de capitaux. La création d'Alternext vise à offrir la possibilité aux PME performantes d'accéder à la cotation de manière simplifiée en assouplissant les contraintes d'introduction en Bourse (historique de comptes de 2 ans seulement, référentiel comptable au choix).

Le marché financier est néanmoins demeuré marginal quant à son poids économique, au nombre d'entreprises qu'il regroupe et à ses performances. Au 31 décembre 2010, seules 574 PME et ETI - i.e. 0,3% de l'ensemble des PME/ETI (164 600) - étaient cotées sur les compartiments B et C d'Euronext et sur Alternext pour une capitalisation totale n'excédant pas 5,8 % (83 Md€) de l'ensemble du marché boursier, soit moins que la capitalisation de la première grande valeur française⁴⁸. Malgré la progression du marché Alternext, le nombre total de PME/ETI cotées tend par ailleurs à stagner, voire à décroître légèrement sur la période 2008-2011 (568 cotées en 2011 contre 573 en 2008).

Tableau 2 : Évolution du nombre de PME/ETI françaises cotées

Marché financier		2008	2009	2010	Oct. 2011
PME/ETI françaises cotées	total	573	580	577	568
	dont Euronext B	179	125	136	134
	dont Euronext C	289	353	305	279
	dont Alternext	105	102	136	155
	dont introductions	6	2	24	19
	dont opérations financières	28	53	37	71
Total capitaux/an (en M€)		839	2616	1641	1375
Transfert vers Alternext		-	-	15	9
Retrait		27	24	17	22

Source : Observatoire du financement des entreprises par les marchés financiers.

Le marché Alternext apparaît encore peu développé au vu de la taille de ses homologues européens. Celui-ci ne représente que 3,8% de la capitalisation des marchés européens des PME cotées contre 82% pour le LES-AIM de Londres et 11,5% pour le Deutsche Börse-Entry Standard⁴⁹.

⁴⁷ Un compartiment A pour les capitalisations supérieures à 1 Md€, un compartiment B pour celles supérieures à 150 M€ et un compartiment C pour les capitalisations inférieures.

⁴⁸ Rameix, G. et Giami, T., *Rapport sur le financement des PME/ETI par le marché financier*, novembre 2011.

⁴⁹ Cour des Comptes, *L'État et le financement de l'économie*, juillet 2012.

Si le marché des obligations d'entreprise s'est considérablement développé depuis 2008, les produits d'endettement de marché restent des outils de financement de moyen-long terme (obligations) ou de court terme (billets de trésorerie) essentiellement à la disposition des grandes entreprises et de quelques ETI. Les financements obligataires ne sont en effet que peu mobilisés par les PME, les émissions d'obligations ne représentant en 2010 que 3% (16 M€) des capitaux levés sur le compartiment C d'Euronext et sur Alternext⁵⁰.

2.3.2. Outre l'aversion de nombreuses entreprises à l'ouverture de leur capital, le refinancement des PME/ETI par le marché financier se heurte également à des contraintes structurelles

D'après une enquête de la Banque de France, seulement 1% des ETI envisageaient en 2012 une introduction en bourse dans les prochaines années⁵¹. Les raisons de cette désaffection sont multiples :

- ◆ il ressort des études qualitatives⁵² et des entretiens menés par la mission que les dirigeants de PME/ETI sont généralement réticents à ouvrir leur capital à des investisseurs extérieurs, principalement par crainte de perdre leur indépendance ;
- ◆ les coûts techniques (production de la documentation nécessaire) et financiers que représentent pour les PME/ETI l'introduction et la cotation en bourse constituent également un frein au financement par les marchés financiers⁵³ ;
- ◆ la crise financière a pu être à l'origine d'une certaine désillusion des PME/ETI vis-à-vis du marché financier. La forte volatilité des cours et la dégradation de la valeur des PME/ETI cotées, en partie du fait de leur faible liquidité, a pu en effet créer le sentiment d'un décalage entre la valeur donnée par le marché et la réalité économique de l'entreprise.⁵⁴

De même que pour le capital-investissement, les obligations d'entreprise et les actions de PME/ETI présentent également certaines contraintes structurelles de nature à dissuader les investisseurs :

- ◆ **une taille d'émission faible** : la taille des émissions constitue un obstacle important dans la mesure où les grands investisseurs, très largement intermédiés par les sociétés de gestion, investissent rarement dans des tickets inférieurs à 50 M€⁵⁵. Ceux-ci privilégient plutôt des valeurs d'entreprise sûres, dont la capitalisation est le plus souvent supérieure à un milliard d'euros et qui présentent un flottant⁵⁶ de plusieurs centaines de millions d'euros et une liquidité suffisante permettant d'échanger rapidement leurs titres ;

⁵⁰ Observatoire du financement des entreprises, 2011.

⁵¹ Banque de France, Bulletin n°190, 4^{ème} trimestre 2012, p.60.

⁵² CGPME/KPMG, *Panorama de l'évolution des PME depuis 10 ans*, 2012.

⁵³ Source : IDMidcaps. Les PME/ETI dont la capitalisation boursière est inférieure à 100 M€ se doivent d'avoir une notation réalisée par une agence de crédit agréée par l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) dans le cadre d'une IBO (*Initial Bond Offering*, émissions obligataires par offre au public) proposée par Euronext.

⁵⁴ Rapport Rameix-Giami, novembre 2011.

⁵⁵ Source : IDMidcaps

⁵⁶ Le flottant, pour capital flottant, d'une société cotée en bourse correspond à la partie des actions susceptible, à court terme, d'être cédée en bourse. Toute chose égale par ailleurs, plus le flottant d'une société est important, meilleure sera la liquidité de ses actions et plus faibles seront les amplitudes de cours de son action.

Annexe IV

- ◆ **une liquidité restreinte** : les opérations sur les marchés de dettes obligataires et d'actions des PME/ETI rencontrent fréquemment des difficultés de liquidité, en raison de la faible taille des émissions, des capitalisations et de flottants réduits. Comme le souligne le rapport Rameix-Giami, la seule voie de court et moyen terme pour augmenter la liquidité serait de multiplier le nombre de PME/ETI cotées de manière à accroître les opportunités d'investissement ;
- ◆ **une évaluation difficile** : le manque d'analyse et de visibilité est une des faiblesses du marché financier des PME/ETI. L'appréciation des risques des PME/ETI exige en effet des moyens et une expertise spécifiques dont le coût peut parfois paraître excessif au vu des montants négociés. Cette situation provoque un déficit de notoriété des entreprises cotées et une moindre prise en compte de ces sociétés par les investisseurs. Concernant les marchés obligataires, l'asymétrie d'information constatée (les banques disposant de données plus précises et plus fiables sur la santé des PME/ETI que les marchés) tend également à remettre en cause la qualité des signatures, et partant, l'attrait des investisseurs pour ces titres.

Il ressort de ces observations que l'atonie constatée des marchés d'actions et d'obligations de PME/ETI résulte d'une double insuffisance d'offre et de demande, liée essentiellement aux contraintes structurelles de ces marchés et à l'aversion de nombreuses entreprises à la dilution de leur capital. Il paraît en conséquence difficile d'envisager, en l'état actuel, un essor très important de ces modes de financement. Des réflexions sont néanmoins en cours⁵⁷ pour assouplir l'accès au marché financier et encourager le développement d'émissions d'obligations groupées (cf. partie 1.2 du rapport de synthèse).

3. Dans la mesure où elles risquent d'entraîner une contraction des financements à destination des PME et des ETI, les nouvelles normes prudentielles de Bâle III et Solvabilité II rendent nécessaire un recours élargi à d'autres sources de financement

En réponse aux faiblesses structurelles révélées par la crise financière, le G20 et l'Union européenne ont défini de nouvelles normes prudentielles (Bâle III et Solvabilité II) visant à renforcer la supervision et la résilience du système financier face aux risques systémiques. Bien que leur calendrier et leurs modalités d'application soient encore en discussion, ces nouvelles réglementations suscitent l'inquiétude de la profession bancaire et assurantielle⁵⁸ et de certains milieux académiques⁵⁹ au vu de l'impact significatif qu'elles pourraient avoir sur la capacité des banques et des assureurs à financer le secteur privé et, plus particulièrement, les PME/ETI. A défaut de pouvoir en quantifier l'impact avec exactitude, il importe par conséquent de cerner les effets potentiels de ces nouvelles règles, non seulement sur l'offre de crédit des banques, mais également sur l'allocation des actifs de ces dernières comme sur celle des assureurs.

⁵⁷ Rapport Paris EUROPLACE, février 2013.

⁵⁸ Rapports de l'Observatoire du financement des entreprises, avril 2011 et juillet 2012 ; Rapport Rameix-Giami, novembre 2011 ; Conférence de l'ACP, Bâle III – CRD4 : impacts et enjeux, mercredi 27 juin 2012 ; Rapport Paris Europlace, février 2013.

⁵⁹ Cosimano, T.F. et Hakura, D.S. : 'Bank behaviour in response to Basel III : a cross-country analysis', FMI, WP/11/119, mai 2011 ; Al-Darwish et Hafeman, M. : 'Possible unintended consequences of Basel III and Solvency II' FMI, WP/11/187, août 2011 ; Conseil d'analyse économique, Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire, rapport n°104, décembre 2012.

3.1. Les normes prudentielles définies par Bâle III et Solvabilité II conduisent à un renforcement significatif des ratios de liquidité et de solvabilité applicables au secteur bancaire et aux assurances

S'inscrivant dans le cadre des travaux de refondation de la finance internationale entrepris par le G20, l'accord dit de Bâle III adopté le 16 décembre 2010 et intégré en droit communautaire par la directive CRD IV⁶⁰ vise à renforcer le niveau et la qualité des fonds propres bancaires et à encadrer le risque d'illiquidité. Outre de plus sévères exigences de solvabilité, ce dispositif prudentiel prévoit également l'introduction de nouveaux ratios de liquidité et d'un coefficient de levier.

Encadré 2 : Détail des nouveaux ratios introduits par Bâle III

Le nouveau cadre prudentiel prévu par Bâle III comprend :

- **un ratio de solvabilité** qui définit les exigences minimales de fonds propres que chaque banque doit détenir en fonction de ses engagements. Le passage de Bâle II à Bâle III implique à cet égard d'importants changements qualitatifs et la mise en place de mesures d'ajustement en sus du ratio (cf. graphique 24) :
 - redéfinition du capital et révision des pondérations de RWA (*Risk-Weighted Assets*, i.e. le montant minimal de capital requis par une banque en fonction de son niveau de risque)
 - renforcement de la part de couverture des actifs bancaires par des fonds propres dits purs (*Common Equity Tier 1 – CET1*) qui passe de 2% des RWA sous Bâle II à 4,5% des RWA sous Bâle III ;
 - introduction de 2 nouveaux coussins en fonds propres à compter de 2016 :
 - un coussin de précaution composé de fonds propres *Core Tier 1* de 2,5% (le seuil réglementaire pour le CET1 passe donc à 7%). Alimenté en période de croissance, il devrait permettre de répondre aux périodes de crise sans affecter les fonds propres de base ;
 - un coussin contracyclique qui représente une charge additionnelle de CET1 comprises entre 0 et 2,5%. Fixé par les autorités en fonction des cycles économiques, il vise à se prémunir du risque systémique lié à un emballement de l'activité de crédit ;
 - introduction d'un coussin SIFI (*Systematically Important Financial Institutions*) qui constitue une surcharge en capital pour les institutions systémiques ;
- **un ratio de liquidité à un mois** (*liquidity coverage ratio - LCR*) vise à s'assurer que la banque détient suffisamment d'actifs liquides pour faire face à ses besoins de liquidité en cas de stress de refinancement pendant un mois, et ce sans faire appel au marché. Il se décompose de la façon suivante :
 - au numérateur du ratio, les actifs hautement liquides (*High Quality Liquid Asset - HQLA*) sont répartis en deux niveaux. Le premier comprend notamment le cash, les réserves déposées à la Banque Centrale et des titres d'État dont la notation est supérieure ou égale à AA-. Le second inclut notamment des titres d'État de notation supérieure ou égale à A- ainsi que des obligations de titre (*corporate actions*) et des obligations sécurisées (*covered bonds*) de notation supérieure ou égale à AA-. Le deuxième niveau ne doit pas excéder 40% du premier ;
 - au dénominateur du ratio, sont estimées les fuites sur dépôts et le non renouvellement d'autres ressources à court terme, dont les pondérations, exprimés en pourcentage des flux de trésorerie (*cash-flows*), sont définies par le régulateur. Ces pondérations sont modulées par catégorie : dépôts, financements de gros non garantis, financements garantis et d'autres catégories, comme la part non décaissée des engagements confirmés

⁶⁰ Contrairement à Bâle II, qui ne concernait pas les banques locales américaines et qui n'a toujours pas été mis en œuvre par les banques de taille importante, Bâle III devrait entrer en vigueur aux États-Unis même si des incertitudes persistantes sur ses modalités d'application suscitent la crainte d'une distorsion de concurrence.

Annexe IV

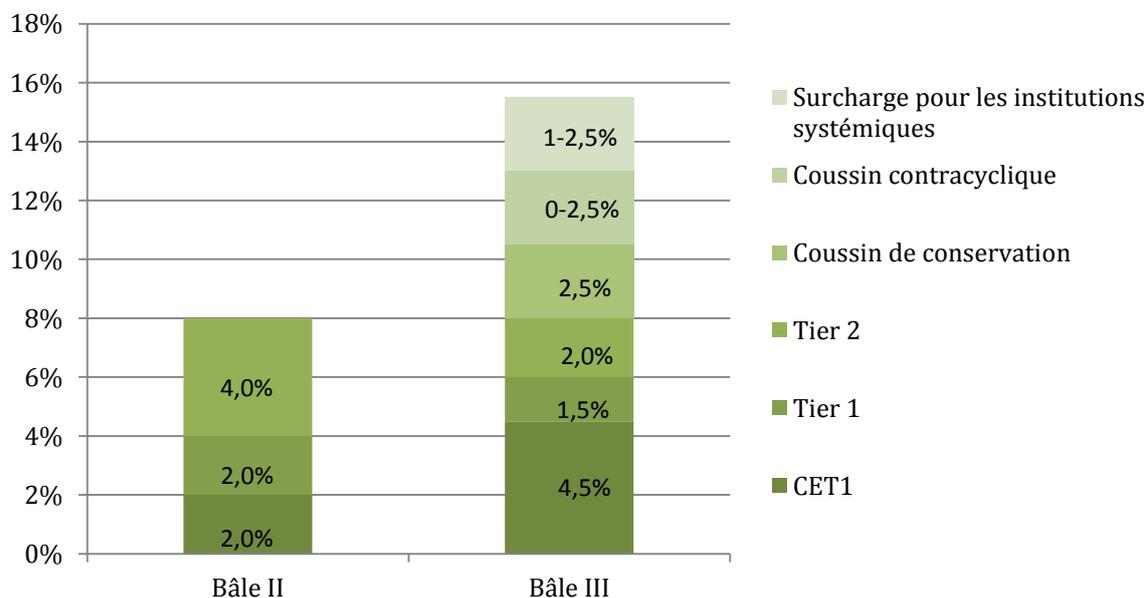
de crédit et de liquidité. Ils tiennent compte de la qualité des garanties puis de la qualité des contreparties, du caractère stable ou moins stable de la clientèle et du risque de dégradation des ratings (pour les appels de marge notamment).

- **un ratio de liquidité à un an** (*net stable funding ratio* - NSFR) qui impose aux banques de couvrir leurs actifs à plus d'un an par des ressources de même durée ; **un ratio de levier**, encore à l'étude, qui viserait à limiter la taille globale des bilans bancaires quelle que soit la nature des risques portés. Celui-ci sera défini comme le rapport minimum entre les fonds propres de la banque et l'ensemble de ses expositions de bilan et de hors bilan.

Source : Rapport Paris EUROPLACE, 2012 ; Observatoire du financement des entreprises, 2011 ; DG Trésor.

Dans la mesure où ces différents ratios n'en sont pas au même stade de définition et de calibration, le calendrier originel de l'accord Bâle III prévoit une entrée en vigueur progressive, assortie de périodes d'observation, pour une pleine application à partir du 1^{er} janvier 2019. Au sein de l'Union Européenne, l'entrée en application des ratios de solvabilité et de liquidité introduits respectivement en 2011 et 2013 devrait être échelonnée sous forme de paliers annuels. Les banques devront se conformer au NSFR en 2017. S'agissant du LCR, il a été soumis à une révision en janvier 2013, qui comprend un assouplissement de la définition des actifs liquides et des flux sortants, et un rallongement de la période de mise en œuvre effective (les banques devront respecter une cible de 60% en 2015, augmentée progressivement de 10% par an jusqu'à 100% en 2019). Certaines des prescriptions de Bâle III tendent dès à présent à devenir des standards de fait, notamment en ce qui concerne la solvabilité. Suite à l'accord du 26 octobre 2011, les banques européennes doivent en effet respecter, depuis le 20 juin 2012, un ratio de fonds propres égal à 9%.

Graphique 24 : Les ratios de solvabilité et exigences en fonds propres prévus par Bâle III



Source : Mission.

Dans le prolongement de Bâle II, qui s'appliquait aux banques, la réforme Solvabilité II, qui devrait entrer pleinement en vigueur le 1^{er} janvier 2016, vise à renforcer le cadre réglementaire de solvabilité applicable au secteur de l'assurance européen. Cette réforme repose sur deux directives et sur des mesures d'application :

- ♦ la directive n°2009/138/CE, dite « Solvabilité II », adoptée par le Parlement européen en avril 2009, qui fixe les grands principes de la réforme ainsi que le système de gouvernance et de *reporting* ;

Annexe IV

- ◆ les mesures d'application de niveau 2 de la directive-cadre qui définissent, notamment, le calibrage des fonds propres requis et leur couverture ;
- ◆ la directive Omnibus 2, telle qu'elle résulte de l'accord conclu le 13 novembre 2013 entre le Conseil, la Commission et le Parlement européen, qui prévoit un ensemble de mesures contracycliques ainsi que diverses dispositions transitoires.

Alors que le régime Solvabilité I n'imposait des exigences en capital qu'en fonction du passif, la nouvelle technique de valorisation envisagée par Solvabilité II entend permettre une meilleure appréhension de l'ensemble des risques effectivement portés dans les actifs et les passifs des compagnies d'assurance en introduisant une surveillance non plus fondée sur le bilan au coût historique mais sur le bilan en valeur de marché. La directive prévoit en outre de transférer certains risques supportés par les provisions techniques vers les fonds propres (cf. encadré 4).

Le niveau des capitaux propres devra ainsi être proportionné aux risques des passifs et actifs détenus par les assureurs. En d'autres termes, plus un actif sera risqué, plus les capitaux propres réglementaires requis seront élevés afin de permettre à la société d'assurance de faire face à ses engagements en cas de baisse de valeur exceptionnelle. La détention d'actions ou d'actifs non cotés (actions non cotées, capital investissement...) impliquera, par exemple, un besoin en capitaux propres plus important (respectivement de 39% et 49% des montants investis selon les ratios actuellement envisagés⁶¹) que pour d'autres actifs comme les obligations (7% pour les titres obligataires de catégorie A de durée inférieure à 5 ans) ou l'immobilier (25%).

Comme le soulignent les études quantitatives d'impact (QIS) menées par la Commission, ce nouveau cadre prudentiel induit néanmoins, un risque de procyclicité et, notamment, une forte volatilité des fonds propres réglementaires et du ratio de couverture des engagements dans la mesure où la solvabilité des assureurs apparaît particulièrement sensible aux valeurs de marché des actifs. La directive Omnibus 2 doit, à cet égard, amender la directive cadre de 2009 en proposant, notamment, l'introduction de trois principales mesures d'ajustement⁶² :

- ◆ l'extrapolation de la courbe des taux sans risques : les assureurs devraient avoir la possibilité d'utiliser un taux d'actualisation normatif de long terme afin de valoriser à un taux plus élevé leurs engagements de long terme, comme ceux de la retraite ;
- ◆ la prime contra-cyclique (*Countercyclical Premium*) qui consiste en l'adaptation conjoncturelle de la courbe des taux sans risque dans des conditions de marché particulièrement stressées ;
- ◆ la prime d'adossement (*Matching Adjustment*) qui permettrait pour certains produits, sous conditions, de prendre en compte la qualité de l'adossement actifs/passifs de l'entreprise d'assurances dans la courbe des taux sans risque. Ce bénéfice d'adossement serait reconnu en permanence, rendant moins sensibles les assureurs aux variations de marché de court terme des instruments obligataires.

Encadré 3 : Détail des nouvelles exigences en fonds propres prévues par Solvabilité II

L'estimation des montants de fonds propres nécessaires repose sur les critères suivants :

- **le capital de solvabilité requis (SCR)** impose aux assureurs de détenir suffisamment de fonds propres pour éviter le risque de faillite avec une probabilité de 99,5 % à horizon d'un an. Plusieurs mesures sont envisagées pour mettre en œuvre cette exigence :
 - le calcul de la valeur de risque (VAR) des actifs détenus en fonction d'une hypothèse de liquidation à un an ;

⁶¹ Ces ratios n'ont pas de valeur définitive et sont susceptibles d'ajustement.

⁶² Source : DG Trésor, FFSA et ACP.

- l'évaluation des risques à partir de chocs conventionnels imposés par le régulateur au sein de sept modules (risques de taux d'intérêt, action, immobilier, écart de taux (*spread*), concentration, change, prime contra-cyclique) ;
 - la différenciation du taux d'actualisation entre l'actif (*spread*) et le passif (*swap*).
- **le minimum de capital requis (MCR)** fixe quant à lui au niveau de fonds propres en deçà duquel les autorités de supervision pourront retirer l'agrément de l'assureur et lui interdire de disposer librement de ses actifs.

Source : Observatoire du financement des entreprises, 2011 ; DG Trésor.

3.2. Afin de respecter les exigences de solvabilité et de liquidité, les banques risquent d'être contraintes de limiter l'offre de crédit domestique

Si l'impact des règles prudentielles introduites par Bâle III sur l'accès au crédit apparaît pour l'instant difficilement quantifiable, la plupart des analystes⁶³ anticipe néanmoins une dégradation des conditions et termes de l'octroi de crédit aux PME. L'accroissement des exigences de fonds propres ainsi que les nouvelles contraintes sur la liquidité et la transformation risquent en effet de rendre le crédit bancaire - et surtout le crédit de moyen et long terme - aux entreprises plus difficile et plus coûteux à financer pour les banques. Dans la mesure où les études d'impact existantes n'offrent pas d'analyse différenciée par type d'emprunteur (PME/ETI, grandes entreprises, ménages) ou de transaction (prêts de court/long terme), l'analyse présentée ici demeure essentiellement théorique. Les estimations globales retenues par les différentes instances officielles (OCDE, FMI, IIF, Comité de Bâle) appellent par ailleurs à une certaine prudence compte tenu de la complexité des mécanismes en jeu et des difficultés relatives à leur modélisation.

3.2.1. Bien que difficilement quantifiable, une augmentation supplémentaire du coût de financement du crédit est à prévoir

Le respect des ratios de solvabilité et de liquidité à un mois (LCR) imposés par Bâle III implique pour les banques une augmentation de leurs niveaux de fonds propres et de liquidités. L'effort à fournir pour les banques françaises apparaît à cet égard particulièrement important, l'autorité bancaire européenne (EBA) estimant mi-2011 leur déficit de financement du LCR à 1 150 Md€. Les banques disposent pour se conformer aux nouvelles normes prudentielles de deux variables d'ajustement :

- ◆ accroître le dénominateur en augmentant le résultat mis en réserve ou en procédant à des levées de fonds propres et à une augmentation de leurs actifs liquides, ce qui entraînerait une hausse du coût de financement bancaire (cherté du capital et des actifs liquides comparativement à la dette et aux actifs illiquides). Afin de maintenir un rendement des capitaux propres (ROE - *return on equity*) constant, les banques devraient répercuter l'augmentation du coût de financement sur les marges bancaires ;
- ◆ diminuer le numérateur en réduisant d'une part la taille et/ou le degré de risque du bilan et d'autre part le montant des engagements.

Les normes prudentielles de Bâle III risquent ainsi d'induire une contraction de l'offre de crédit bancaire et une hausse des taux d'intérêt sans qu'il ne soit cependant possible d'évaluer l'ampleur avec exactitude.

⁶³ Rapports de l'Observatoire du financement des entreprises, avril 2011 et juillet 2012 ; Rapport Rameix-Giami, novembre 2011 ; Rapport Paris Europlace, février 2013, Al-Darwish et Hafeman, M, FMI, WP/11/187, 2013 ; Conseil d'analyse économique, décembre 2012.

Annexe IV

Les différentes études d'impact aboutissent en effet à des résultats contrastés allant d'un effet très négatif à un effet relativement limité. Alors que les travaux du Comité de Bâle (BCBS et MAG)⁶⁴, de l'OCDE⁶⁵ et du FMI⁶⁶ concluent à un effet modeste, sur le long terme, des nouvelles exigences réglementaires sur le coût et le volume général de crédit (+ 18 points de base en Europe d'après le FMI, l'augmentation des exigences en capital induira une hausse de 15,5 bps d'après l'étude du MAG et de 50 bps d'après l'OCDE), l'International Institute of Finance (IIF)⁶⁷ prévoit, sur la période 2011-2020, une hausse de 291 bps du coût du crédit et une baisse de 5,2% des volumes de crédits au sein de la zone euro. Ces écarts s'expliquent essentiellement par les différences de périmètres envisagés (pays sélectionnés, étude se limitant à l'analyse des ratios de capital et de liquidité ou abordant l'impact cumulé des différentes réformes financières) et les divergences entre les hypothèses retenues (niveau des fonds propres dans le scénario de référence, capacité d'absorption des marchés financiers et hypothèse de ROE, estimation des volumes d'ajustement, synergies entre les différents ratios, bénéfices induits par Bâle III en terme de stabilité financière...)

Outre la complexité des mécanismes à l'œuvre et les difficultés relatives à leur modélisation⁶⁸, ces estimations sont également à nuancer au regard de l'hétérogénéité des situations nationales et des évolutions substantielles intervenues au cours des derniers mois (révision du ratio de LCR en janvier 2013)

Difficilement prévisible, l'impact effectif des nouvelles règles sur l'accès au crédit des entreprises françaises dépendra, en partie, des choix et de l'ordre dans lesquels les banques procéderont à ces ajustements et devrait par ailleurs varier de manière significative selon les secteurs d'activité, la taille de l'entreprise ainsi que la phase de vie dans laquelle celle-ci se trouve au moment de sa demande de prêt. Le financement des PME/ETI étant, de par leur taille, plus risqué, le système de pondération des actifs envisagé par Bâle III est en effet susceptible de pénaliser les prêts aux PME/ETI, les rendant plus coûteux en termes de capital pour les banques. Ces nouvelles règles prudentielles devraient également conduire les banques à prendre moins de risques vis-à-vis du financement des entreprises en phase de conception ou de redressement ou à augmenter la prime de risque exigée pour le financement de ces entreprises. À cet égard, la mise en place de Bâle III pourrait avoir une incidence sur le nombre d'entreprises créées et limiter la capacité des PME/ETI en difficulté ou en phase de développement à se financer sur les marchés bancaires.

⁶⁴ *Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) et Macroeconomic Assessment Group (MAG), conjointement créé par le Financial Stability Board (FSB) et le Comité de Bâle pour traiter spécifiquement de la question de l'impact de Bâle III. Source : An assessment of the long term economic impact of stronger capital and liquidity requirements, BCBS, août 2011 ; Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements, MAG, août 2010 (interim report) et décembre 2010 (final report).*

Selon l'étude du BCBS, l'effet à long terme d'une augmentation du ratio de capital de 1% est estimé à 13 bps sur le coût du crédit (l'effet augmentant linéairement avec la cible de capital). Dans le cas où les synergies avec le NSFR sont prises en compte, le coût du crédit enregistre une hausse supplémentaire de 14 bps, soit un effet cumulé de 27 bps.

⁶⁵ *Macroeconomic impact of Basel III* (P. Slovik, B. Cournède), février 2011.

⁶⁶ *Estimating the costs of financial regulation*, FMI (D. Elliott, S. Salloy, A. Oliveira Santos), septembre 2012.

⁶⁷ *The cumulative impact on the global economy of changes in the financial and regulatory framework*, IIF, septembre 2011 (interim report, 2010).

⁶⁸ Comme le souligne la Direction Générale du Trésor, plusieurs facteurs difficiles à quantifier (politique monétaire, développement du crédit non bancaire) ne sont ainsi pas ou peu pris en compte dans ces études d'impact. Par ailleurs, les modélisations relatives au coût du financement bancaire ou à la stratégie d'ajustement des banques ne semblent pas, en l'état actuel, satisfaisantes et mériteraient d'être affinées.

3.2.2. Les exigences de liquidité risquent de réduire la maturité des prêts octroyés et, partant, les financements de long terme à destination des PME/ETI

Dans la mesure où il impose aux établissements bancaires d'ajuster la durée de leurs ressources en fonction de leurs emplois, le ratio de liquidité à un an (NSFR) introduit par Bâle III risque de limiter la capacité de transformation des banques. Pour financer des actifs à moyen et long terme, les banques devront ainsi mobiliser des ressources de long terme naturellement plus coûteuses, et donc moins génératrices de marge. Dans ce contexte, il est probable que les banques chercheront à réduire l'endettement de long terme, que ce soit à travers un raccourcissement de la maturité des crédits accordés ou une augmentation des taux d'intérêts sur les prêts à plus longue maturité. Cette nouvelle exigence de liquidité est, par conséquent, susceptible d'entraîner une réduction des financements bancaires de long terme à destination des PME/ETI.

3.3. Le durcissement des normes prudentielles risque de renforcer la désaffection des banques et des assurances à l'égard des titres de PME/ETI

Les exigences en fonds propres et en liquidité à court terme imposées par Solvabilité II et Bâle III devraient conduire les assureurs et les banques à modifier leur allocation d'actifs, en privilégiant la détention d'actifs liquides et sûrs au détriment des placements en actions, et en capital-investissement. Déjà à l'œuvre, cette dynamique risque de se poursuivre à moins que des modifications, à court terme ou à moyen terme, ne soient apportées au cadre prudentiel actuel.

Dans la mesure où l'horizon d'évaluation prévu (1 an) ne correspond pas nécessairement à la durée théorique du passif des assureurs (passif de long terme), les exigences de solvabilité et de liquidité définies par Solvabilité II induisent une divergence du contrôle prudentiel par rapport à la stratégie de gestion traditionnellement retenue par ces établissements. En conséquence, celle-ci devrait vraisemblablement évoluer, pour être conçue non plus seulement dans une logique d'adéquation actif-passif et d'optimisation de la performance financière intrinsèque, mais également dans une perspective d'optimisation des fonds propres, chaque classe d'actif étant associée à des exigences de solvabilité spécifiques⁶⁹.

De même que Bâle III pour les banques, Solvabilité II pourrait ainsi inciter les assureurs à raccourcir l'horizon de détention de leurs actifs en faveur de produits plus sûrs et plus liquides comme les produits de taux ou les crédits de court terme et de bonne qualité.

Ce repositionnement devrait s'opérer au détriment des titres longs et risqués, considérés comme trop coûteux en fonds propres et trop volatils dans une perspective de liquidation à court terme. Trois conséquences sont à prévoir, dont les effets risqueraient d'affecter sérieusement la capacité des PME/ETI à se financer, à l'avenir, sur les marchés financiers :

- ◆ un risque de retrait des actions cotées, et surtout non cotées, pour lesquelles la nouvelle réglementation augmente significativement le coût de détention ;
- ◆ un risque de retrait des obligations de PME/ETI, la charge en capital étant d'autant plus lourde que la durée est longue et la notation dégradée ;
- ◆ un risque de retrait des investissements en capital investissement – par définition illiquides et potentiellement risqués - notamment en capital-risque et en capital-développement.

⁶⁹ Cour des Comptes, *L'État et le financement de l'économie*, juillet 2012, p.105.

Annexe IV

Régulièrement mentionné lors des entretiens menés par la mission, ce désengagement semble d'ores-et déjà à l'œuvre. Bien que le calendrier d'entrée en vigueur des prescriptions de Bâle III et Solvabilité II fasse encore l'objet de négociations, les assureurs et, dans une moindre mesure, les banques, paraissent dès aujourd'hui conduire, par anticipation, les ajustements stratégiques nécessaires à leur respect, en réduisant notamment la part de leurs actifs investis en actions ainsi que leur contribution aux levées de fonds en capital-investissement.

L'ampleur anticipée de ce désengagement doit néanmoins être nuancée au regard des impératifs de diversification et d'optimisation auxquels sont soumis les banques et les assureurs dans la constitution de leurs portefeuilles. Si la pondération en capitaux propres des actifs investis en actions et en capital investissement peut s'avérer dissuasive, celle-ci doit en effet être mise en perspective avec les rendements espérés qui sont en général supérieurs à ceux des autres classes d'actifs, notamment les obligations souveraines et l'immobilier.

ANNEXE V

L'AGIRC-ARCCO

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE DE LA STRUCTURE.....	1
1.1. Mission.....	1
1.2. Historique.....	1
1.3. Statut juridique	1
1.4. Gouvernance	2
1.5. Faits stylisés	2
2. RÈGLES PRUDENTIELLES	3
2.1. Cadre prudentiel général	3
2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI	5
3. ANALYSE DU PASSIF	6
3.1. Nature du passif.....	6
3.2. Évolution temporelle des flux de passif.....	6
3.3. Synthèse des contraintes de passif	7
4. COMPOSITION DE L'ACTIF	7
4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif	7
4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012	8
4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises	9
5. MARGES DE MANŒUVRE POUR AUGMENTER LA CONTRIBUTION AU FINANCEMENT DES PME/ETI FRANÇAISES.....	11

1. Présentation générale de la structure

1.1. Mission

Les fédérations Agirc (Association générale des institutions de retraite des cadres) et Arrco (Association pour le régime de retraite complémentaire des salariés) fédèrent les institutions membres des régimes de retraite complémentaire Agirc et Arrco.

Elles mettent en œuvre les dispositions prévues par la convention collective nationale du 14 mars 1947 et l'accord national interprofessionnel du 8 décembre 1961 ainsi que les décisions prises par leurs instances respectives. Les régimes de retraite complémentaire Agirc et Arrco faisant l'objet d'une gestion décentralisée, les deux fédérations sont ainsi chargées d'organiser, de réglementer et de contrôler le fonctionnement des institutions membres afin d'assurer l'efficacité de la gestion et la pérennité des régimes.

1.2. Historique

Créé en 1947, le régime Agirc est historiquement le premier régime de retraite complémentaire à avoir été mis en œuvre. Compte tenu des difficultés d'harmonisation que présentait l'instauration d'un régime général et universel de Sécurité sociale, la création du régime Agirc entendait assurer aux salariés cadres un niveau de retraite en corrélation avec leurs rémunérations souvent supérieures au plafond de la Sécurité sociale. Régime interprofessionnel, l'Agirc s'applique obligatoirement aux entreprises appartenant à toutes les branches professionnelles représentées par le MEDEF.

Née de l'accord national interprofessionnel du 8 décembre 1961, le régime Arrco généralise le système de retraite complémentaire des non-cadres à l'ensemble des secteurs représentés par le MEDEF¹ et fédère les différents dispositifs existants en favorisant la coordination et la solidarité financière entre institutions.

En application de l'accord du 10 février 2001, les deux fédérations ont, depuis le 1^{er} juillet 2002, mis en commun leurs moyens matériels et humains dans le cadre d'un groupement d'intérêt économique, dénommé « GIE Agirc-Arrco », afin de rationaliser leur politique de gestion, d'améliorer la qualité de leurs services et de permettre une convergence des systèmes d'information.

1.3. Statut juridique

Les institutions de retraite complémentaire et leurs fédérations sont des personnes de droit privé à but non lucratif², régies par les dispositions prévues au livre IX, titre II du code de la sécurité sociale.

Par la loi n° 94-678 du 8 août 1994, le législateur a reconnu aux institutions de retraite complémentaire et à leurs fédérations une « mission d'intérêt général », leur déléguant ainsi des pouvoirs relevant généralement de la puissance publique (droit de percevoir des cotisations, caractère obligatoire de l'adhésion, statut de créancier privilégié de même rang que les organismes de Sécurité sociale, etc.).

¹ Quel que soit le statut du salarié ou la nature et la durée de son contrat de travail.

² Article L. 922-4 du code de la sécurité sociale.

Annexe V

En dépit de l'autonomie reconnue des partenaires sociaux dans la gestion des régimes de retraite complémentaire, l'autorisation du ministère de la Santé demeure un préalable indispensable au fonctionnement de ces institutions. Conformément à l'article L.922-12 du code de la Sécurité Sociale, cette autorisation de fonctionnement est susceptible d'être retirée par l'autorité compétente de l'Etat en cas de modification substantielle des données au vu desquelles elle a été délivrée.

1.4. Gouvernance

Largement décentralisée, la gestion des réserves de l'Agirc-Arrco est, en grande partie, opérée par les conseils d'administration des institutions de retraite complémentaires adhérant à chacun de ces régimes. Ceux-ci sont composés paritairement de représentants des organisations d'employeurs et de représentants des organisations syndicales de salariés, pour les institutions membre de l'Arrco, ou des représentants des organisations syndicales de cadres, pour celles membres de l'Agirc.

Assistés de commissions spécialisées, les conseils d'administration des fédérations Agirc-Arrco sont chargés, quant à eux, de veiller, entre autres, à l'application des statuts et règlements, de fixer la valeur du point et les salaires de référence pour chacun des régimes et de déterminer les conditions de péréquation de la dotation de gestion et d'action sociale. Le GIE Agirc-Arrco dispose également de son propre conseil d'administration, comprenant 10 représentants des employeurs et 10 représentants des salariés désignés par les confédérations syndicales nationales.

Dans chaque régime, et selon l'organisation de la gestion décentralisée, les institutions et la fédération sont responsables de la gestion des quotes-parts des réserves techniques qui leur sont respectivement confiées, ceci dans le respect du règlement financier et suivant les orientations stratégiques arrêtées par les conseils d'administration des fédérations.

La commission financière de chacun des régimes effectue à cet égard, sur la base de *reportings* trimestriels et annuels, un suivi et un contrôle réguliers de la gestion des portefeuilles des institutions et, par agrégation, du portefeuille global du régime³.

1.5. Faits stylisés

Les régimes Agirc et Arrco comptaient, au 31 décembre 2012, un total de 22,1 millions de cotisants (respectivement 4 et 18,1 millions) pour 14,5 millions de retraités (respectivement 2,7 et 11,8 millions).

Les cotisations versées par les entreprises et les contributions de l'Unédic et de l'Etat s'élevaient, de façon agrégée, pour l'année 2012 à 57,8 Md€ (18,3Md pour l'Agirc et 39,5 Md€ pour l'Arrco) tandis que le total des charges supportées atteignait 63,8 Md€ (respectivement 21,9 Md et 41,9 Md€), ce qui représente pour l'ensemble des deux régimes un résultat technique de -6,0 Md€⁴.

Le montant cumulé des réserves techniques détenues par les régimes Agirc et Arrco s'élevaient à 78,8 Md€ (respectivement 16,7 Md et 62,1 Md€) à la fin de l'exercice 2012, dont 30,0 Md€ de réserves de fonds de roulement (9,8 Md et 20,2 Md€) et 48,8 Md€ de réserves de financements à moyen et long termes (6,9 Md et 41,9 Md€).

³ Article 3 du règlement financier de l'Agirc-Arrco.

⁴ L'Agirc bénéficie de transferts financiers en provenance de l'Arrco afin de financer les résultats des opérations de retraite concernant les cotisants au titre de l'article 36.

Annexe V

La gestion des réserves techniques est très éclatée. Seules 37,7% des réserves sont ainsi gérées directement par les fédérations AGIRC et ARRCO, le solde étant réparti entre 14 groupes de protection sociale pour la France métropolitaine, et cinq pour l'outre-mer.

Tableau 1 : Répartition des réserves de l'AGIRC-ARCCO au 31 décembre 2012 (en valeur nette comptable, en millions d'euros)

Institution	Montant des réserves	Part du total
Fédération Agirc	4525	9,5%
Fédération Arrco	13466	28,2%
AG2R La Mondiale	4734	9,9%
APICIL	451	0,9%
Humanis	5708	11,9%
Klésia	3006	6,3%
Malakoff Médéric	4173	8,7%
Réunica	5672	11,9%
Agrica	729	1,5%
Audiens	434	0,9%
B2V	1284	2,7%
CREPA	18	0,0%
IRCEM emplois de la famille	250	0,5%
IRP AUTO	168	0,4%
LOURMEL	118	0,2%
PRO-BTP	1195	2,5%
Sous-Total	45930	96,0%
IRCOM (Martinique)	433	0,9%
IGRC (Guyane)	109	0,2%
CGRR (Guadeloupe)	218	0,5%
BTP R (Antilles)	101	0,2%
CRC (Réunion)	1041	2,2%
Total	47832	100,0%

Source : Mission, d'après AGIRC-ARCCO.

2. Règles prudentielles

2.1. Cadre prudentiel général

Le cadre prudentiel applicable aux régimes Agirc-Arcco est décidé par leurs conseils d'administration respectifs. Contrairement à de nombreux régimes de retraite, ces régimes ne font pas l'objet de dispositions réglementaires encadrant la gestion de leurs actifs. Le règlement financier adopté par les conseils d'administration de l'Arrco et de l'Agirc n'en demeure pas moins proche des règles prévues par le code de la sécurité sociale, bien qu'il présente une certaine originalité. S'il autorise une certaine souplesse dans le choix des instruments financiers, les limites d'exposition aux risques (quotas de placement, notation minimum...) qu'il introduit par classe d'actifs cadrent, avec précaution, les marges de tolérance pouvant être utilisées par les institutions dans la construction de leurs portefeuilles.

Encadré 1 : Les règles prudentielles

Les règles prudentielles fixent aux organismes qu'elles concernent divers types de limites à l'emploi de leurs actifs, notamment :

- la définition des catégories d'actifs admissibles (certains types d'actifs étant ainsi exclus de l'univers d'investissement de l'organisme, soit du fait de leur nature même, soit du fait de certaines caractéristiques de leur émetteur, soit du fait du type de marché sur lequel ils sont émis) ;
- des limites par catégorie d'actifs : une même catégorie ne peut représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ;
- des limites par émetteur : les titres émis par un même émetteur ne peuvent pas représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ;
- des ratios d'emprise : l'organisme ne peut pas détenir à lui seul plus d'une part déterminée des titres émis par un même acteur.

Source : Mission.

Tableau 2 : Règles prudentielles applicables à l'Agirc-Arrco

Nature du placement	Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur	Type de marché	Limite par catégorie	Limite par émetteur	Ratio d'emprise
Total des obligations				≥60 %		
Obligations	Obligations, BMTN zone euro	Pays de l'UEM	Réglementé (pays de la zone euro et Londres)	≤100 %	aucune	
	Obligations BMTN OCDE hors zone euro	OCDE hors zone euro	Réglementé (pays de l'OCDE)	≤5 %	≤5 %	
	Obligations convertibles et titres assimilés	Pays de l'OCDE	Réglementé (pays de l'OCDE)	≤15 %	≤5 %	
Total des opérations de prêts de titres et de pensions livrées	Opération d'une durée maximale d'1 an			≤30 %	≤5 %	
Opérations de prêts de titres et de pensions livrées	Opération de pensions livrées d'une durée supérieure à 2 mois			≤10 %	≤5 %	
	Opérations de prêts de titres			≤10 %	≤5 %	
Actions	Actions OCDE	Siège social dans un pays de l'OCDE	Réglementé (pays de l'OCDE)	≤40 %	≤5 %	≤5 %
OPCVM	OPCVM⁵			≤5 %, ou 10 % ⁶	≤5 % ou 10 % ⁷	≤5 % ou 10 % ⁷

⁵ Ces limitations ne s'appliquent pas aux parts d'OPCVM réservés de droit français visés à l'article 22 du règlement financier de l'Agirc-Arrco.

⁶ Cette limitation est portée à 10% pour les OPCVM à vocation générale ou coordonnées, les OPCVM pouvant investir à plus de 10% en placements hors zone euro et les OPCVM de droit français classés fonds de fonds alternatifs.

Annexe V

Nature du placement	Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur	Type de marché	Limite par catégorie	Limite par émetteur	Ratio d'emprise
Opérations sur marchés dérivés et swaps	gestion déléguée par OPCVM		Réglementé (pays de l'OCDE)	≤10 %		
Capital investissement	Investissement dans le cadre de FCPR		-	≤5 %	≤5 %	≤5 %

Source : Mission IGF.

2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI

Les supports d'investissement, autorisés par les règlements financiers de l'Agirc et de l'Arrco, susceptibles de s'inscrire dans un objectif de financement des PME et ETI françaises, sont les suivants :

- ◆ les obligations d'entreprises, négociées sur un marché réglementé et de note supérieure ou égale à BBB- (dans la limite de 5 % de l'assiette des quotas pour les titres notés dans la catégorie des BBB), et les OPCVM "obligations et autres titres de créances libellés en euros" ;
- ◆ les Fonds Communs de Créance (FCC) de notation minimale AAA ;
- ◆ les actions françaises, cotées sur un marché réglementé (compartiment B et C du marché Euronext pour les petites et moyennes capitalisations) (dans le quota de 40 % maximum) et les OPCVM "actions françaises" ;
- ◆ les obligations convertibles, négociées sur un marché réglementé dans la limite de 10 % de l'assiette des quotas) ;
- ◆ les parts de FCPR (Fonds Communs de Placements à Risques) pour le capital-investissement (dans la limite de 5 % de l'assiette des quotas, et avec autorisation préalable de la fédération).

La réglementation ne donne donc pas accès aux titres d'entreprises françaises non négociés sur un marché réglementé, aux obligations non cotées et de note inférieure à BBB- - et, partant, aux fonds obligataires de type fonds de prêt à l'économie - ainsi qu'aux structures juridiques autres que le FCPR pour le capital-investissement (FCPI, SCR).

Tableau 3 : Limites à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI dans la réglementation prudentielle applicable à l'Agirc-Arrco

Capital investissement	Actions PME/ETI	Dette PME/ETI	Autres freins réglementaires
Autorisé sous conditions (les investissements en capital-investissement ne peuvent être réalisés que dans le cadre de FCPR, ne peuvent excéder 5 % du portefeuille et nécessitent l'autorisation préalable de la fédération)	Autorisé sous conditions (les actions non cotées sur un marché réglementé ne sont pas autorisées)	Autorisé sous conditions (la réglementation ne permet pas d'investir dans des obligations d'entreprises non cotées ou de note inférieure à BBB- et dans des FCT de note inférieure à AAA, la part des obligations corporate notées dans la catégorie BBB ne peut excéder 5 % du portefeuille)	Non

Source : Mission IGF.

3. Analyse du passif

3.1. Nature du passif

Les régimes complémentaires Agirc et Arrco reposent sur le principe de la répartition : les cotisations versées par les salariés et leurs employeurs servent à payer immédiatement les pensions aux retraités.

Cette gestion nécessite la détention d'une réserve qui ne représente aucun engagement de retraite (au sens d'un système fonctionnant en capitalisation) pour pallier tout écart entre prévision et réalisations. Ces réserves s'accroissent par accumulation d'excédents annuels ou diminuent par imputation de déficits annuels et constituent un élément important de l'équation d'équilibre des opérations de retraite sur le long terme.

La réalisation des opérations de retraites nécessite également la détention de réserves techniques de fonds de roulements importantes (en fonctionnement trimestriel, équivalentes globalement à un semestre d'activité).

La détermination des paramètres de fonctionnement des régimes (niveau des allocations, taux de cotisations, âge de la retraite) prend donc en compte, pour toute période pluriannuelle, un niveau initial et un niveau prévisionnel final des réserves.

3.2. Évolution temporelle des flux de passif

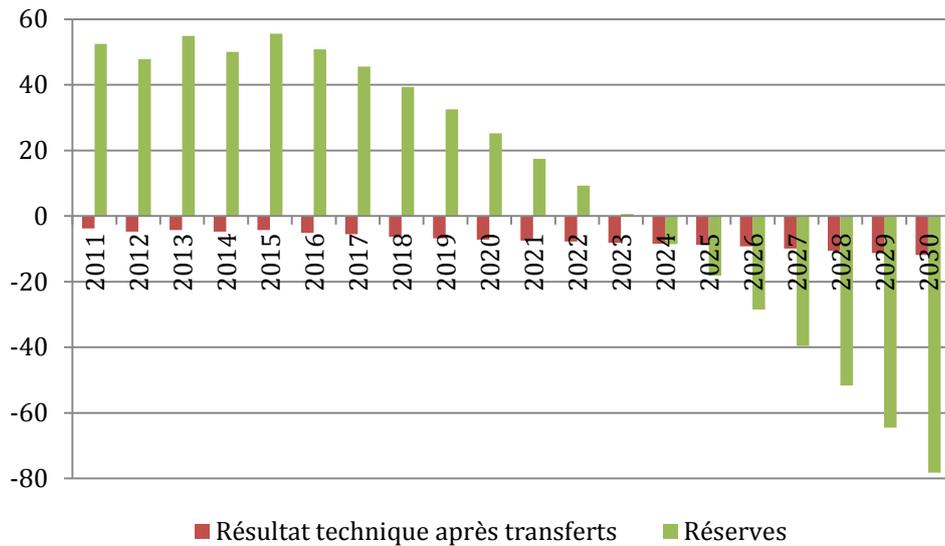
Le régime de retraite complémentaire de l'Arrco et, dans une plus large mesure encore, de l'Agirc sont actuellement déficitaires, le montant des pensions versées chaque année excédant celui des cotisations perçues. Le désinvestissement qui en résulte réduit mécaniquement, sur la durée, le niveau des réserves détenues par les deux régimes. D'après les estimations fournies par l'Agirc-Arrco, (cf. graphique 1), les réserves cumulées des deux régimes devraient être épuisées d'ici 2024.

Du fait d'un environnement macroéconomique marqué par une croissance limitée et de l'extension des mesures en faveur des "carrières longues", l'Agirc-Arrco prévoit pour la période quinquennale 2012-2016 des désinvestissements globalement supérieurs au total de la strate de court terme des réserves (période 2012-2013) d'un ordre de grandeur de 10 Md€, et de la strate de moyen terme (période 2014-2016).

Ces prélèvements qui empièteraient par conséquent sur la part des réserves destinées initialement à la constitution d'un élément de la gestion pluriannuelle des régimes au-delà de l'année 2016, ainsi que les incertitudes économiques et politiques sur les conditions futures de l'équilibre des opérations de retraite, conduisent l'Agirc-Arrco à réduire les durées implicites de placement des fonds représentatifs de la strate moyen-long terme de ses réserves (période des années 2017 et suivantes).

Annexe V

Graphique 1 : Profil de passif à horizon 2030 de l'Agirc-Arrco (en Md€)



Source : Mission IGF d'après les données fournies par l'Agirc-Arrco.

3.3. Synthèse des contraintes de passif

Les contraintes techniques des régimes, particulièrement en Agirc, raccourcissent les horizons de placement. Les institutions et leurs fédérations, gestionnaires des régimes Agirc et Arrco, n'investissent donc pas à long terme, mais à des horizons de moyen terme et, dans des contextes économiques et de marchés difficiles, principalement sur des placements liquides avec un niveau acceptable de risque.

Tableau 4 : Contraintes de passif de l'Agirc-Arrco

Horizon d'investissement (années)	Contrainte de liquidité
Pour la strate de court terme : 1 à 2 ans Pour la strate de moyen terme : 3 à 5 ans Pour la strate de long terme : de 5 à 10 ans maximum au vu du profil actuel de passif du régime.	Forte

Source : Mission IGF.

4. Composition de l'actif

4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif

Les régimes Agirc et Arrco disposent de réserves techniques supérieures à leurs passifs correspondant à des horizons de moyen terme. Les deux régimes ont fait le choix de construire l'allocation stratégique de leur portefeuille global suivant une analyse actif-passif portant sur une stratification des réserves en fonction de trois périodes de gestion successives :

- ◆ la première strate comprend le passif de court terme (période des premiers exercices de fonctionnement du régime, d'une durée d'environ 2 ans), d'un montant égal à la valeur actuelle des désinvestissements à effectuer dans la période. Pour en assurer la

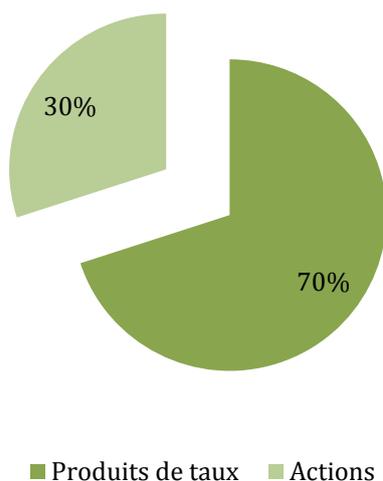
Annexe V

disponibilité, l'actif est adossé à ces désinvestissements. Le portefeuille est donc construit par référence explicite à l'échéancier des sorties de fonds ;

- ◆ la deuxième strate fait référence au passif de moyen terme (période d'une durée pouvant aller de la 3^{ème} à la 5^{ème} année de fonctionnement), dont le niveau correspond, pour la période, à la valeur actuelle des désinvestissements futurs. Si, comme pour la première strate, la construction du portefeuille s'appuie sur un échéancier, l'horizon de moyen terme des passifs concernés autorise néanmoins, à l'actif, une certaine marge de prise de risque ;
- ◆ la troisième strate inclut la part des fonds détenus qui, en valeur de marché, excède le montant total des strates de court et moyen terme. Pour cette strate de moyen-long terme, la construction du portefeuille ne peut être faite qu'implicitement par référence à une durée (sur les périodes au-delà de la 5^{ème} année de fonctionnement).

Les commissions financières de l'Agirc et de l'Arrco ont retenu pour la strate de moyen/long terme une allocation stratégique d'actifs de 30 % d'actions et de 70 % de produits de taux. Cette allocation stratégique est transcrite au niveau de la fédération par un indice composite de référence (30 % de l'indice MSCI EMU et 70 % de l'indice BARCLAYS Global Aggregate) permettant un suivi et une appréciation relative des performances des portefeuilles des institutions et du portefeuille global du régime.

Tableau 5 : Allocation stratégique d'actifs de l'Agirc-Arrco au 31 décembre 2012

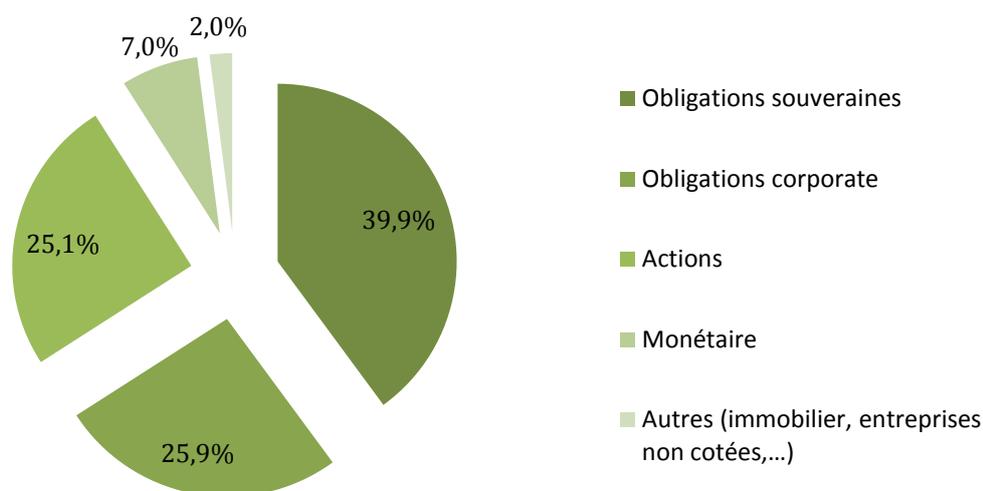


Source : Mission IGF, d'après les données fournies par l'Agirc-Arrco.

4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012

Si l'on exclut du portefeuille les 7,0 % d'actifs monétaires adossés au passif de court terme (première strate), l'allocation effective des actifs de l'Agirc-Arrco respecte sensiblement l'allocation stratégique de moyen-terme retenue par les deux fédérations, avec 70,8 % de produit de taux (obligations souveraines et *corporate*) et 27,0 % d'actions. Contrairement à la plupart des organismes de retraite, l'Agirc-Arrco investit moins de la moitié de son portefeuille en obligations souveraines (39,9 %) et consacre une part relativement importante de son portefeuille aux obligations *corporate* (25,9 %) de grandes entreprises. Dans une plus faible mesure, l'Agirc-Arrco investit également une part de ses actifs en immobilier (0,42 %) et en non coté (0,33 %).

Tableau 6 : Allocation d'actifs de l'Agirc-Arrco au 31 décembre 2012



Source : Mission IGF, d'après les données fournies par l'Agirc-Arrco.

4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises

Encadré 2 : Définition des actifs contribuant au financement de long terme des entreprises françaises et au financement des PME/ETI françaises

La mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des entreprises françaises :

- les actions émises en France ;
- les obligations émises en France ;
- le capital investissement dans des entreprises ayant une activité en France.

Par ailleurs, la mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des PME/ETI françaises :

- les actions émises en France dans les compartiments B et C d'Euronext, ainsi que sur Alternext ;
- les obligations émises en France par des entreprises non cotées, ou cotées dans les compartiments B et C d'Euronext, ou cotées sur Alternext ;
- l'investissement en capital dans les entreprises non cotées.

Les informations sur la composition du portefeuille ont été fournies à la mission par chaque organisme, « en transparence » des fonds communs de placement (une action ou une obligation détenue au travers d'un fonds commun de placement a ainsi été comptabilisée dans la catégorie action ou obligation).

Source : Mission IGF.

Annexe V

Tableau 7 : Contribution des actifs de l'Agirc-Arrco au financement de long terme des entreprises françaises (montants en millions d'euros)

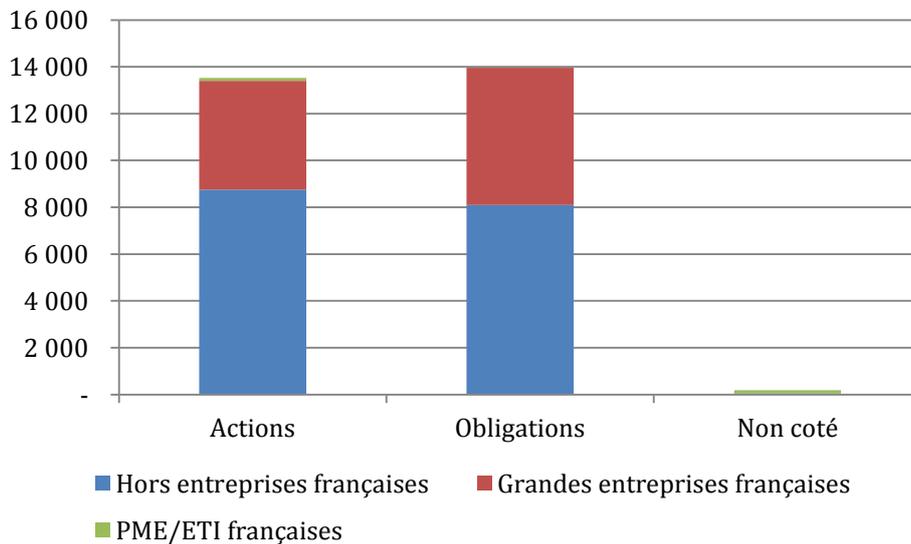
	Actions		Obligations		Capital investissement		Total	
	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs
Grandes entreprises	4 655,5	8,64 %	5 874,4	10,91 %	-	-	10 529,9	19,55 %
PME/ETI	121,5	0,23 %	0,0	0,00 %	123,9	0,23 %	245,4	0,46 %
Total France	4 777,0	8,87 %	5 874,4	10,91 %	123,9	0,23 %	10 775,3	20,01 %

Source : Mission IGF, d'après les données fournies par l'Agirc-Arrco.

En 2012, 20,01 % des actifs de l'Agirc-Arrco, soit environ 10,8 Md€, étaient investis dans des entreprises françaises, que ce soit sous forme d'obligations (5,9 Md€), d'actions (4,8 Md€) ou de capital-investissement (123,9 M€). En dépit de l'ampleur de ces montants, la part d'actifs contribuant au financement des PME/ETI françaises demeure faible (0,46 %, soit 245,4 M€) au regard de celle investie dans les grandes entreprises françaises (19,55 % soit 10,5 Md€).

Comme le souligne le graphique ci-dessous, l'Agirc-Arrco investit davantage dans les entreprises étrangères (31,8 % de l'actif contre 20,0 % pour les entreprises françaises). Marqué dans le cas des grandes entreprises, cet écart de financement entre entreprises françaises et étrangères n'apparaît cependant pas prononcé dans le cas des PME/ETI. Si les montants investis en actions de PME/ETI étrangères sont supérieurs à ceux des PME/ETI françaises (190,1 M€ contre 121,5 M€), les investissements réalisés par l'Agirc-Arrco dans le non coté sont deux fois plus importants en France qu'à l'étranger (123,90 M€ contre 54,46 M€).

Graphique 2 : Part des actifs de l'Agirc-Arrco qui finance les entreprises françaises



Source : Mission IGF, d'après les données fournies par l'Agirc-Arrco.

5. Marges de manœuvre pour augmenter la contribution au financement des PME/ETI françaises

Si l'investissement dans les PME/ETI françaises présente, en principe, une certaine pertinence dans la mesure où il permet de soutenir l'emploi et, partant, l'assise économique des régimes de retraite, **les contraintes de passif auxquels font face les régimes Agirc-Arrco tendent néanmoins à limiter les capacités d'investissement de ces régimes en titres et parts de PME/ETI :**

- ♦ outre leur fonctionnement par répartition, les désinvestissements liés à la structure déficitaire – particulièrement marquée dans le cas de l'Agirc - de ces régimes rendent plus difficile, par les fortes contraintes de liquidité qu'ils impliquent, l'investissement dans des actifs peu liquides ;
- ♦ l'épuisement prévu des réserves d'ici 2024, associé aux incertitudes politiques concernant les conditions d'équilibre de ces régimes sur le long terme, conduit à une réduction importante de leur horizon de placement, limitant ainsi leur capacité à investir dans des actifs dont la durée de détention est longue, tels que le capital-investissement.

Bien qu'il autorise une certaine souplesse dans le choix des instruments financiers (jusqu'à 5 % en capital-investissement, jusqu'à 40 % en actions), le cadre prudentiel, actuellement applicable aux régimes Agirc-Arrco, tel qu'il résulte des décisions de leurs conseils d'administration respectifs, présente néanmoins certaines contraintes (critères de notation, marchés admissibles) de nature à restreindre l'investissement dans les classes d'actifs permettant de financer les PME/ETI françaises (interdiction des obligations d'entreprises non cotées et de note inférieure à BBB- ainsi que des titres négociés sur des marchés non réglementés, accord préalable de la fédération pour investir en capital-investissement).

L'allocation stratégique actuellement retenue par les commissions financières de l'Agirc et de l'Arrco pour les réserves correspondant à la strate de moyen-long terme ne prévoit pas de cible spécifique pour les investissements en titres de PME/ETI ou en capital-investissement. Ces actifs ne représentaient en 2012 que 0,46 % du portefeuille agrégé des deux régimes, soit moins de 250 M€.

Si l'investissement en capital-investissement paraît, en l'état actuel, difficile au vu de l'horizon de placement et des contraintes de liquidité de ces régimes, la création de poches, de taille limitée, dédiées aux actions et obligations de PME/ETI pourrait néanmoins être envisagée dans le cas de l'Arrco - celui-ci présentant un déficit moins important que l'Agirc - dans une perspective d'investissement ISR et de recherche de rendement à moyen-terme. Une réflexion pourrait être engagée, à cet égard, avec le conseil d'administration de l'Agirc-Arrco en vue de modifier légèrement l'allocation stratégique du régime et d'assouplir les contraintes prudentielles limitant l'investissement en titres de PME/ETI (autorisation, sous certaines conditions, des emprunts obligataires d'entreprises de note inférieure à BBB-, des obligations non cotées - dans le cadre, par exemple, d'investissements dans des fonds de prêt à l'économie - ainsi que des titres négociés sur des marchés non réglementés de type Alternext).

Annexe V

Afin de ne pas dégrader la capacité de l'Arrco à honorer ses engagements de passif à court (1 à 2 ans) et moyen terme (3 à 5 ans), l'investissement dans les titres de PME/ETI n'est envisageable qu'au sein de la strate de moyen-long terme, c'est-à-dire des fonds excédant le montant total des strates de court et de moyen adossées à ces passifs. Le montant de ces deux strates étant égal à la valeur actuelle des désinvestissements à effectuer sur la période 2013-2017, soit 17,39 Md€⁷, la part des réserves, dont une partie pourrait être mobilisée au service du financement des PME/ETI, s'élève en principe à 25,69 Md€.

À titre d'exemple, si l'Arrco consacrait respectivement 1 % et 1 % de ces réserves aux obligations et aux actions de PME/ETI françaises et si l'Agirc-Arrco maintenait, en parallèle, un niveau d'investissement en fonds de capital-investissement français comparable à celui observé en 2012 (123,9 M€), l'Agirc-Arrco pourrait théoriquement contribuer au financement des PME/ETI françaises à hauteur de 637,7 M€, contre 245,4 M€ actuellement.

Par ailleurs, la clarification des contraintes de passif de l'AGIRC-ARRCO serait de nature à faciliter le placement dans des actifs de long terme. A ce stade, en effet, aucune règle n'encadre la pérennité de ses réserves, si bien que, sans modification des paramètres techniques du régime, elles devraient être intégralement consommées à horizon 2024. Il pourrait cependant apparaître pertinent qu'une partie de ces réserves soit appelée à perdurer à long terme, pour être en mesure de faire face à des aléas conjoncturels, comme le souhaite la direction de l'AGIRC-ARRCO. Pour ce faire, il serait nécessaire de définir, comme cela a été fait par voie réglementaire pour l'IRCANTEC, les contraintes de pérennité des réserves (niveau « plancher » des réserves en fonction de l'horizon temporel), et d'adapter en conséquence les paramètres techniques du régime.

⁷ Le niveau des désinvestissements sur la période 2013-2017 correspond à la somme des résultats techniques de l'Arrco après transferts sur cette période, tels qu'estimés par les projections de l'Agirc-Arrco. Le montant de la troisième strate s'interprète donc comme la différence entre le niveau des réserves de l'Arrco en 2012 (43,08 Md€ d'après le rapport de gestion 2012) et le montant prévu de ces désinvestissements (17,39 Md€), soit près de 25,69 Md€.

ANNEXE VI

L'ERAFF

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE DE LA STRUCTURE.....	1
1.1. Mission.....	1
1.2. Historique.....	1
1.3. Statut juridique	1
1.4. Gouvernance	1
1.5. Faits stylisés	2
2. RÈGLES PRUDENTIELLES	2
2.1. Cadre prudentiel général	2
2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI	4
3. ANALYSE DU PASSIF	5
3.1. Nature du passif.....	5
3.2. Evolution temporelle des flux de passif.....	5
3.3. Synthèse des contraintes de passif	6
4. COMPOSITION DE L'ACTIF	7
4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif	7
4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012	7
4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises	8
5. MARGES DE MANŒUVRE POUR AUGMENTER LA CONTRIBUTION AU FINANCEMENT DES PME/ETI FRANÇAISES.....	10

1. Présentation générale de la structure

1.1. Mission

Dans le cadre de la réforme des retraites menée en 2003¹, il a été institué en faveur des fonctionnaires des trois fonctions publiques (d'Etat, territoriale et hospitalière) un régime obligatoire, par points, permettant de bénéficier, en sus de la pension principale, d'une prestation additionnelle de retraite prenant en compte les primes et rémunérations accessoires au traitement indiciaire : le régime de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (RAFP). Il est géré par l'Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP), chargé de définir les paramètres techniques du régime, de fixer les orientations générales de la politique de placements des provisions et d'en assurer la gestion, en interne ou par délégation à des sociétés de gestion extérieures.

La gestion administrative des droits individuels à retraite des bénéficiaires (encaissement des cotisations, suivi des « Comptes Individuels Retraite », liquidation et versement) est assurée par la Caisse des dépôts et consignations, sous l'autorité et le contrôle du conseil d'administration de l'ERAFP.

1.2. Historique

Créé en 2004, l'ERAFP est opérationnel depuis le 1^{er} janvier 2005. Le Régime a versé ses premières rentes en 2009.

1.3. Statut juridique

Mentionné au IV de l'article 76 de la loi du 21 août 2003 et institué par l'article 16 du décret du 18 juin 2004, l'ERAFP est un établissement public à caractère administratif (EPA) placé sous la tutelle conjointe du ministre chargé de la fonction publique, du ministre chargé du budget et du ministre chargé de la sécurité sociale². Le décret du 18 juin 2004 définit les droits et obligations des bénéficiaires de la RAFP ainsi que l'administration du régime.

1.4. Gouvernance

L'ERAFP est administré par un conseil d'administration, qui règle, par ses délibérations, les affaires de l'établissement et examine toutes les questions d'ordre général relatives à la gestion de la RAFP. Il est composé de 19 membres répartis comme suit³ :

- ◆ 8 membres représentant les bénéficiaires cotisants du régime, proposés par les organisations syndicales représentatives ;
- ◆ 8 membres représentant les employeurs des trois fonctions publiques (Etat, territoriale, hospitalière) ;
- ◆ 3 personnalités qualifiées.

¹ Article 76 de la loi n°2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites.

² Art. 27 du décret n°2004-569 du 18 juin 2004.

³ Art. 19 du décret 2004-569 du 18 juin 2004.

Annexe VI

Trois comités spécialisés - comité de pilotage actif-passif, comité d'audit et comité de recouvrement - sont chargés de préparer les travaux et les décisions du conseil d'administration.

La tutelle de l'Etat s'exerce après consultation du conseil de tutelle qui comprend, outre le commissaire du Gouvernement et le contrôleur budgétaire, un représentant de chacun des ministres chargés de la fonction publique, du budget, de la sécurité sociale, de l'économie, des collectivités territoriales et de la santé.

1.5. Faits stylisés

Avec près de 45 000 employeurs associés, l'ERAFP compte aujourd'hui plus de 4,5 millions de bénéficiaires cotisants et percevait en 2012 près de 1,75 Md€ de cotisations. L'ensemble de ses placements représentait fin 2013 environ 16 Md€. Compte tenu de la jeunesse du régime et de la très longue durée des engagements inscrits au passif, les sommes nettes des versements aux retraités qui peuvent être placées chaque année s'élèvent - en moyenne pour les 10 prochaines années - à 2 Md€, ce qui fait du RAFP un des premiers investisseurs de France.

2. Règles prudentielles

2.1. Cadre prudentiel général

Fixées par voie réglementaire, les règles de placement et de pilotage auxquelles doit se conformer l'ERAFP s'inspirent en grande partie des dispositions applicables aux organismes intervenant dans le domaine de l'assurance facultative par capitalisation⁴ :

- ◆ les règles d'admissibilité sont fixées par l'article 29 du décret du 18 juin 2004 qui renvoie aux actifs admissibles pour les institutions de prévoyance du secteur concurrentiel. Les placements de type actions ne peuvent toutefois s'effectuer que sous forme d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) simples ; les prêts et dépôts sont par ailleurs interdits ;
- ◆ le décret prévoit une gestion obligatoirement déléguée des actifs (à l'exception des obligations souveraines et sous-souveraines et, pour un montant sensiblement plus modeste, du siège de l'ERAFP, qui peuvent être directement gérés par l'organisme)⁵. L'ERAFP voit par ailleurs sa politique d'investissement soumise au code des marchés publics. S'il lui est possible d'acquérir des titres souverains directement, tout autre actif ne peut être acheté ou vendu que dans le cadre de mandats confiés à des gestionnaires sélectionnées par appel d'offres public ;
- ◆ les articles 19 à 22 de l'arrêté du 26 novembre 2004 prévoient les règles de dispersion entre les diverses catégories d'actifs admissibles ;
- ◆ les règles comptables applicables à l'ERAFP - et notamment les règles d'évaluation des placements - sont précisées par les dispositions de l'arrêté du 20 décembre 2005.

⁴ Rapport IGAS : « Contrôle des placements de régimes de retraite complémentaire obligatoires », février 2013, p.21.

⁵ Alinéa 3 de l'article 29 du décret n°2004-569.

Annexe VI

Au niveau prudentiel, les articles 19 et 20 de l'arrêté du 26 novembre 2004⁶ prévoient que, rapportée à l'ensemble des actifs détenus par l'ERAFP, la valeur comptable des actifs énumérés ci-après ne peut excéder :

- ◆ 25 % pour les actions et autres valeurs mobilières, négociées sur un marché reconnu, mentionnées aux 5°, 6°, 9° et 10° de l'article R. 931-10-21 du code de la sécurité sociale dont 5 % au maximum pour l'ensemble des valeurs mentionnées au 9° de cet article, notamment les parts et actions d'OPCVM de capital-investissement (FCPR, FCP, FCI⁷)
- ◆ 10 % (depuis 2010) pour les placements dans l'immobilier ;
- ◆ 5 %, de façon générale, pour l'ensemble des valeurs émises par un même organisme, à l'exception néanmoins :
 - des valeurs émises ou garanties par un Etat membre de l'OCDE ainsi que des titres émis par la CADES ;
 - des actions des SICAV ou des parts des FCP dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille exclusivement composé des valeurs susmentionnées ;
- ◆ 1 % pour les valeurs mentionnées au 9° de l'article R. 931-10-21 du code de la sécurité sociale émises par un même fonds.

Encadré 1 : Les règles prudentielles

Les règles prudentielles fixent aux organismes qu'elles concernent divers types de limites à l'emploi de leurs actifs, notamment :					
<ul style="list-style-type: none"> ▪ la définition des catégories d'actifs admissibles (certains types d'actifs étant ainsi exclus de l'univers d'investissement de l'organisme, soit du fait de leur nature même, soit du fait de certaines caractéristiques de leur émetteur, soit du fait du type de marché sur lequel ils sont émis) ; ▪ des limites par catégorie d'actifs : une même catégorie ne peut représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ; ▪ des limites par émetteur : les titres émis par un même émetteur ne peuvent pas représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ; ▪ des ratios d'emprise : l'organisme ne peut pas détenir à lui seul plus d'une part déterminée des titres émis par un même acteur. 					

Source : Mission.

Tableau 1 : Règles prudentielles applicables à l'ERAFP

Nature du placement	Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur	Type de marché	Limite par catégorie	Limite par émetteur
Total des obligations				≥65 %	
Obligations	Obligations émetteur public et assimilées	française		≤100 %	aucune
	Obligations crédit OCDE	OCDE		≤100 %	5 %
	Obligations crédit hors OCDE	Hors OCDE	Marché reconnu de l'UE/EEE/OCDE	≤25 %	5 %
Total des Actions et autres valeurs mobilières				≤25 %	

⁶ Modifié par l'arrêté du 18 août 2006.

⁷ FCPR : fonds commun de placement à risque ; FCPI : fonds commun de placement dans l'innovation ; FIP : fonds d'investissement de proximité.

Annexe VI

Nature du placement	Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur	Type de marché	Limite par catégorie	Limite par émetteur
Actions et autres valeurs mobilières	Actions UE	UE	Marché reconnu de l'UE/EEE	≤25 %	5 %
	Actions internationales	hors UE	Marché reconnu de l'UE/EEE/OCDE	≤25 %	5 %
	Parts et actions d'OPCVM de capital-investissement ⁸			≤5 %	1 %
	OPCVM ⁹			≤25 %	5 %
Immobilier				≤10 %	1 %

Source : Mission IGF.

2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI

Si elle n'interdit pas formellement l'investissement dans les PME/ETI, la réglementation prudentielle applicable au RAFP tend néanmoins à le restreindre fortement :

- ◆ les possibilités de financement des PME/ETI apparaissent, à première vue, plutôt satisfaisantes dans la mesure où l'ERAFP peut investir jusqu'à 5 % de son actif dans des OPCVM de capital-investissement (FCPI, FPI, FCPR) et 1 % par fonds (soit 134,5 M€ en principe pour l'année 2012). Bien que le cadre prudentiel n'inclue pas de contraintes de notation pour les actions et obligations d'entreprises, la détention de titres négociés sur des marchés non reconnus de type Alternext n'est cependant pas autorisée ;
- ◆ le plafonnement à 25 % de la part de l'actif pouvant être investis en actifs à revenus variables (actions, capital-investissement) tend par ailleurs à réduire – l'ERAFP devant respecter une certaine dilution du risque au sein de cette poche - le volume des financements disponibles, susceptibles de contribuer au financement des PME/ETI ;
- ◆ l'investissement en obligations non cotées se trouve également limité par le cadre prudentiel actuel, l'ERAFP ne pouvant investir dans des FCT que de façon indirecte, par le biais de fonds de fonds, et dans la limite de 10 % de ces fonds ;
- ◆ l'application stricte du code des marchés publics dans la sélection des gestionnaires – outre le coût technique qu'elle implique en termes de ressources humaines – tend à ralentir les procédures d'investissement et à limiter ainsi la réactivité de l'ERAFP et, partant, ses perspectives de rendement. Bien que la gestion déléguée prévue par les textes n'exclue pas, en principe, l'investissement en obligations ou actions de PME/ETI, elle peut cependant rendre sa mise en œuvre plus complexe. La participation de l'ERAFP au financement du fonds NOVO s'est ainsi avérée moins importante (20 M€) qu'initialement envisagée (50 M€) du fait, en partie, d'une procédure d'investissement jugée trop contraignante.

⁸ Et, plus largement, l'ensemble des valeurs mentionnées au 9° de l'article R. 931-10-21 du code de la sécurité.

⁹ À l'exception des OPVM monétaires et obligataires et de ceux visés au 9° de l'article R. 931-10-21 du code de la sécurité.

Annexe VI

Tableau 2 : Limites à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI dans la réglementation prudentielle applicable à l'ERAFP

Capital investissement	Actions PME/ETI	Dettes PME/ETI	Autres freins réglementaires
Autorisé (dans la limite de 5 % de l'actif et à raison de 1 % par fonds)	Autorisé (dans la limite de 25 % de l'actif et à raison de 5 % maximum par émetteur, les investissements sur Alternext ne sont pas autorisés)	Autorisé (absence de limite pour les obligations cotées, mais fortes contraintes pour les obligations non cotées – investissement indirect en FCT dans la limite de 10 % des fonds de fonds)	Oui (ne peut investir plus de 25 % de son actif en actifs à revenus variables, gestion déléguée obligatoire, respect du Code des marchés publics dans la sélection des gestionnaires, ne peut investir dans des fonds ouverts)

Source : Mission IGF.

3. Analyse du passif

3.1. Nature du passif

Le fonctionnement de l'ERAFP repose sur une « répartition provisionnée » (i.e. sur une capitalisation) consistant à comptabiliser les provisions selon la valeur actuelle probable des droits acquis par les cotisants¹⁰. Le passif du RAEP correspond donc aux versements futurs de prestations additionnelles de retraite.

De création récente, l'ERAFP dispose d'un horizon de gestion particulièrement long dans la mesure où son passif exigible repose sur des engagements de long terme et des versements échelonnés. En effet :

- ◆ le cotisant ne peut demander le bénéfice de sa retraite additionnelle qu'à partir de l'âge légal de départ à la retraite et dès lors qu'il est admis à la retraite dans le cadre de son régime de pension principal ;
- ◆ les prestations de retraite additionnelle seront, dans la majorité des cas, versées sous forme de rentes mensuelles. Le versement ne se fait sous forme de capital que lorsque le nombre de points acquis au jour de la liquidation est inférieur à 5 125. Les premiers paiements en rente n'ont ainsi débuté qu'en 2009, la totalité des prestations de retraite additionnelle ayant été, jusqu'à cette date, versée sous forme de capital. Au 31 décembre 2012, 8 994 rentes avaient été versées.

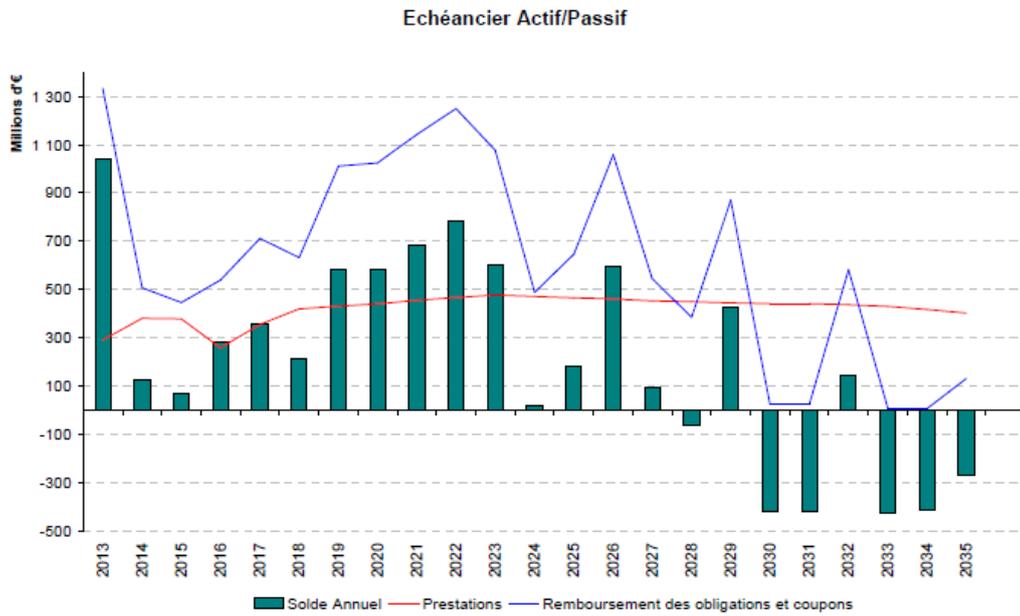
3.2. Evolution temporelle des flux de passif

Sur la base des hypothèses retenues par l'ERAFP et en l'absence de défaut obligataire, les flux annuels liés au stock obligataire existant devraient permettre de couvrir, jusqu'en 2028, les prestations à payer chaque année. À partir de cette date, le régime deviendrait déficitaire.

¹⁰ Rapport IGAS : « Contrôle des placements de régimes de retraite complémentaire obligatoires », février 2013, p.16.

Annexe VI

Graphique 1 : Profil de passif à horizon 2035 de l'ERAFP



Source : ERAFP.

3.3. Synthèse des contraintes de passif

Dans la mesure où il n'en est encore qu'au début de sa montée en charge, le RAFP dispose d'un horizon d'investissement particulièrement long comparé à celui d'autres régimes de retraite :

- ◆ la durée des engagements inscrits au passif est de l'ordre de 30 ans ;
- ◆ le *cash flow* net positif du Régime devrait lui permettre d'investir en moyenne 2 Md€ par an pendant les 10 prochaines années ;
- ◆ l'absence, jusqu'en 2028, de contraintes de liquidité (les cotisations perçues chaque année couvrant le versement des allocations) lui permet d'investir, sur cette période, dans des actifs illiquides.

Tableau 3 : Contraintes de passif de l'ERAFP

Durée du passif (années)	Contrainte de liquidité
16,4 ans ¹¹	Faible jusqu'en 2028

Source : Mission IGF.

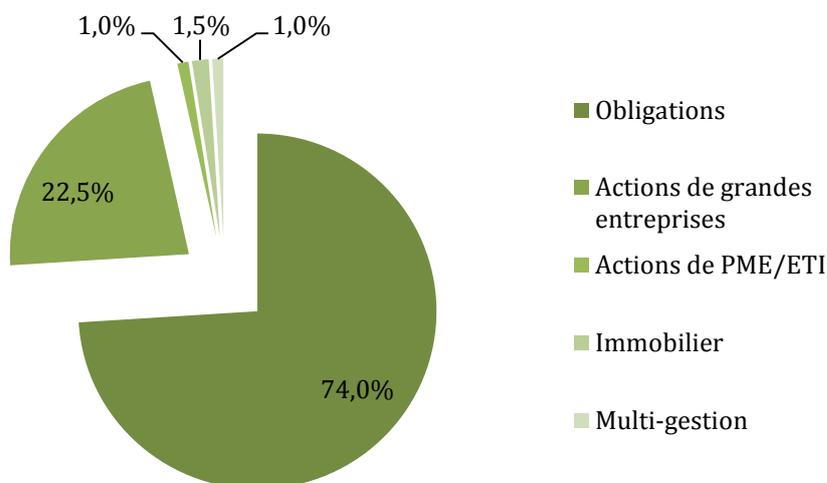
¹¹ La durée retenue ici n'est pas celle des engagements comptables (hypothèse de sortie intégrale en rente) mais celle des engagements économiques (sorties réalistes en rente et en capital).

4. Composition de l'actif

4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif

Si elle accorde depuis peu une part plus importante aux actifs de diversification, l'allocation stratégique définie par le Conseil d'administration de l'ERAFP privilégie néanmoins la prudence en accordant une part prépondérante (74,0 %) aux investissements en obligations. Réduisant fortement l'exposition au risque, cette orientation tend ainsi à limiter la capacité du Régime à investir à long terme dans des actifs offrant de meilleures perspectives de rendement (actions, capital investissement...), au détriment donc des intérêts des cotisants.

Tableau 4 : Allocation stratégique d'actifs de l'ERAFP pour l'année 2013



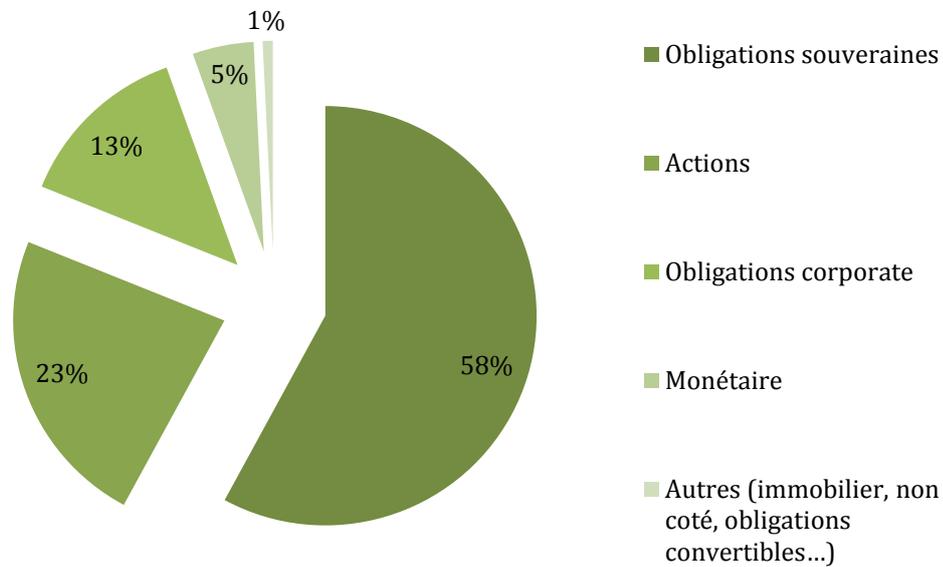
Source : Mission IGF, d'après les données communiquées par l'ERAFP.

4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012

La composition du portefeuille d'actifs de l'ERAFP respecte, dans une très large mesure, l'allocation stratégique retenue par l'établissement. L'actif est en effet principalement investi en obligations, la part cumulée (souveraines et *corporate*) de celles-ci excédant même légèrement l'objectif cible de 74,0 %. De façon similaire, la part d'actifs investis en actions (23 %) correspond sensiblement au ratio cible de 23,5 % (tous types d'entreprises confondus). Il est à noter que ces actions proviennent, dans leur quasi-totalité, de grandes entreprises. La part d'actions de PME/ETI n'excède pas 0,1 % du portefeuille de l'ERAFP, celui-ci envisageant pourtant, dans son allocation stratégique, un investissement à hauteur de 1 %. Il convient par ailleurs de remarquer que l'ERAFP n'investit, au 31 décembre 2012, ni dans le non coté ni dans les obligations *corporate* de PME/ETI.

Annexe VI

Tableau 5 : Allocation d'actifs de l'ERAFP au 31 décembre 2012



Source : Mission IGF, d'après les données recueillies auprès de l'ERAFP.

4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises

Encadré 2 : Définition des actifs contribuant au financement de long terme des entreprises françaises et au financement des PME/ETI françaises

La mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des entreprises françaises :

- les actions émises en France ;
- les obligations émises en France ;
- le capital investissement dans des entreprises ayant une activité en France.

Par ailleurs, la mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des PME/ETI françaises :

- les actions émises en France dans les compartiments B et C d'Euronext, ainsi que sur Alternext ;
- les obligations émises en France par des entreprises non cotées, ou cotées dans les compartiments B et C d'Euronext, ou cotées sur Alternext ;
- l'investissement en capital dans les entreprises non cotées.

Les informations sur la composition du portefeuille ont été fournies à la mission par chaque organisme, « en transparence » des fonds communs de placement (une action ou une obligation détenue au travers d'un fonds commun de placement a ainsi été comptabilisée dans la catégorie action ou obligation).

Source : Mission IGF.

Annexe VI

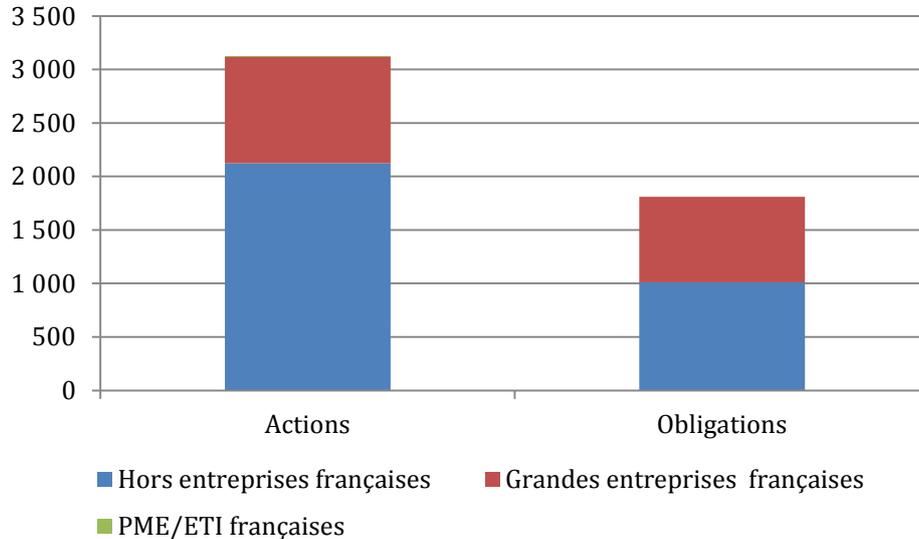
**Tableau 6 : Contribution des actifs de l'ERAFP au financement des entreprises françaises
(montants en millions d'euros)**

	Actions		Obligations		Capital investissement		Total	
	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs
Grandes entreprises	993,02	7,4 %	798,33	5,9 %	-	-	1791,35	13,3 %
PME/ETI	2,15	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	2,15	0,0 %
Total France	995,17	7,4 %	798,33	5,9 %	0,00	0,0 %	1793,50	13,3 %

Source : Mission IGF, d'après les données recueillies auprès de l'ERAFP.

En 2012, l'ERAFP investissait 13,3 % de son actif dans des entreprises françaises, contribuant ainsi, pour plus de 1,8 Md€, au financement de long terme de ces entreprises. Cette contribution se concentre, de façon quasi-exclusive, sur les grandes entreprises (993 M€ d'actions et 798 M€ d'obligations investies), l'ERAFP ne participant au financement des PME/ETI françaises qu'à hauteur de 2,15 M€ (cf. tableau 6). Comme le souligne le graphique 2, L'ERAFP investit par ailleurs davantage dans les entreprises étrangères (23,3 % de l'actif contre 13,3 % pour les entreprises françaises). On peut noter, à cet égard, que les montants investis par l'établissement en actions étrangères sont de 2 (pour les grandes entreprises) à 5 fois (dans le cas des PME/ETI) supérieurs à ceux consacrés aux entreprises françaises.

**Graphique 2 : Répartition des actifs de l'ERAFP finançant l'économie française
(montants en millions d'euros)**



Source : Mission IGF, d'après les données recueillies auprès de l'ERAFP.

5. Marges de manœuvre pour augmenter la contribution au financement des PME/ETI françaises

Contrairement à la plupart des organismes de retraite complémentaire, le RAFP présente un horizon d'investissement particulièrement long qui lui permettrait, en principe, de mobiliser une part significative de ses actifs vers le financement des PME et ETI françaises. La structure de son passif (fonctionnement par capitalisation, engagements de long terme sur 30 ans et versements échelonnés) et son caractère excédentaire (absence de contraintes de liquidité jusqu'en 2028 et *cash flow* net positif de 2 Md€ par an prévu en moyenne sur les 10 prochaines années) lui offrent en effet la possibilité d'investir dans des actifs moins liquides et dont la durée de détention est plus longue.

En dépit de ces caractéristiques et de son orientation ISR, le RAFP n'a pourtant consacré en 2012 que 0,02 % de son actif (soit 2,15 M€) au financement des PME/ETI françaises. Plusieurs initiatives récentes tendent néanmoins à renforcer la contribution de l'ERAFP au financement de l'économie nationale. Si elle ne prévoit pas d'investissement en capital-investissement ou en obligations de PME/ETI, l'allocation stratégique d'actifs de l'ERAFP retient ainsi toutefois pour l'année 2013 une cible d'investissement en actions de petites et moyennes capitalisations européennes de 1 %. Dans ce cadre, l'ERAFP a attribué fin 2013 un mandat actif de gestion d'un fonds d'actions de petites capitalisations françaises à Sycomore Asset Management et prévoit d'investir, à horizon de trois ans, 150 M€ (1,12 % de son actif au 31 décembre 2013) en actions de PME/ETI françaises. 20 M€ ont par ailleurs été investis en 2013 en obligations de PME/ETI françaises au travers des fonds NOVO. Les montants investis demeurent cependant limités au vu des potentialités d'investissement dont dispose le régime.

Ce contraste entre la capacité d'investissement du régime et sa politique actuelle de placement découle principalement de contraintes réglementaires. La réglementation prudentielle actuellement applicable au régime, telle qu'elle résulte du décret du 18 juin 2004 et de l'arrêté du 26 novembre 2006 constitue, à cet égard, une contrainte significative pour l'investissement dans les classes d'actifs permettant de financer les PME/ETI dans la mesure où elle limite à 25 % la part de l'actif pouvant être investie en actifs à revenus variables (actions, capital-investissement) et ne permet pas l'investissement dans des fonds ouverts (la réglementation prévoyant, à l'exception des titres souverains, une gestion obligatoirement déléguée des actifs). L'application du code des marchés publics dans la sélection des gestionnaires tend également, par les contraintes administratives et les délais qu'elle implique, à priver le régime d'une partie de sa réactivité, ce qui peut parfois se traduire par des coûts d'opportunité significatifs.

Malgré leur bien fondé, les demandes de l'ERAFP de voir son cadre de gestion évoluer sont restées jusqu'à présent sans réponse. Bien qu'il réponde à un souci légitime de prudence au vu de la nature des engagements du régime, le cadre prudentiel de l'ERAFP paraît pourtant excessif tant au regard des caractéristiques du régime que, comme le souligne l'OCDE dans une récente étude comparative¹², des ratios d'allocation généralement retenus par les fonds de taille similaire. Alors que les titres fixes et les liquidités représentaient en 2012 près de 75 % du portefeuille de l'ERAFP, cette part n'atteignait sur la même période que 55,6 % en moyenne pour l'ensemble des fonds de pension sondés par l'OCDE (28,1 % étant investi en actions et 16,3 % en produits alternatifs). Outre le fait qu'elle ne permette pas à l'ERAFP de satisfaire pleinement ses objectifs ISR, l'allocation actuelle induit également – au vu de l'état actuel des marchés obligataires, notamment au sein de la zone euro – un risque de long terme dans la mesure où la baisse de rendement des actifs obligataires constatée ces dernières années pourrait, si elle venait à se poursuivre, compromettre à l'avenir la couverture des engagements du régime.

¹² OCDE, *Annual survey of large pension funds and public reserve funds*, octobre 2013.

Annexe VI

Sans remettre en cause une allocation significative aux obligations, il semblerait par conséquent opportun de modifier, dans une perspective de diversification et de financement des PME/ETI françaises, les textes réglementaires afin :

- ◆ d'augmenter la limite de 25 % pour les investissements en actifs à revenu variable et de réduire, dans le même temps, la part minimale de l'investissement en obligations ;
- ◆ de permettre l'investissement sur Alternext et, plus largement, dans des actifs non cotés via des fonds ouverts, ce qui assurerait une plus grande dilution des risques ;
- ◆ d'assouplir, sur le modèle des règles applicables au FRR, les contraintes imposées par le code des marchés publics dans la sélection des gérants, ce qui permettrait à l'ERAFP de disposer de davantage de marges de manœuvre dans la négociation des prix ainsi que d'une plus grande souplesse dans la gestion de son portefeuille, ce qui pourrait permettre de faciliter l'investissement en titres de PME/ETI.

Des poches spécifiques pourraient également être consacrées aux obligations de PME/ETI et au capital-investissement au sein de l'allocation stratégique du régime.

À titre d'exemple, l'allocation stratégique proposée ci-après permettrait, en principe, à l'ERAFP de redéployer entre 224 et 438 M€ vers le financement des PME/ETI françaises :

- ◆ entre 0,5 et 1 % de son actif (contre 0 % en 2012 et 0,15 % en 2013), soit entre 67 et 135 M€, pourraient être investis en obligations de PME/ETI françaises, notamment au travers de fonds de prêt à l'économie (FPE) ;
- ◆ entre 1,17 % et 2,25 % de son actif (au lieu de 0 % en 2012), soit entre 157 et 303 M€ pourraient être investis dans des fonds de capital-investissement français. Cette estimation se fonde sur une allocation en capital-investissement (4,5 %) proche de celle de la Préfon (4,27 %) et de celle des grands fonds de pensions internationaux (4,6 % d'après l'étude comparative réalisée par le FMI¹³) et admet une répartition géographique (France/hors France) soit égale (50 %) soit similaire à celle constatée au sein du portefeuille du régime Préfon (26 % investis en France).

¹³ Fonds monétaire international, Global financial stability report, Chapitre 2 : « Long-term investors and their asset allocation : where are they now ? », septembre 2011.

ANNEXE VII

Le Fonds de réserve pour les retraites

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE DE LA STRUCTURE.....	1
1.1. Mission.....	1
1.2. Historique.....	1
1.3. Statut juridique	2
1.4. Gouvernance	2
1.5. Faits stylisés	2
2. RÈGLES PRUDENTIELLES	3
2.1. Cadre prudentiel général	3
2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI	4
3. ANALYSE DU PASSIF	5
3.1. Nature du passif.....	5
3.2. Évolution temporelle des flux de passif.....	6
3.3. Synthèse des contraintes de passif	7
4. COMPOSITION DE L'ACTIF	7
4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif	7
4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012	8
4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises	9
5. MARGES DE MANŒUVRE POUR AUGMENTER LA CONTRIBUTION AU FINANCEMENT DES PME/ETI FRANÇAISES	11

1. Présentation générale de la structure

1.1. Mission

Créé par la loi n°2001-624 du 17 juillet 2001, le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) s'est vu confier pour mission par le législateur de « gérer les sommes qui lui sont affectées, afin de constituer des réserve destinées à contribuer à la pérennité des régimes de retraites»¹.

Les réserves sont constituées au profit des régimes obligatoires d'assurance vieillesse visés à l'article L. 222-1 et aux 1° et 2° de l'article L. 621-3² du code de la sécurité sociale ainsi que du fonds de solidarité vieillesse mentionné à l'article L. 135-1.

Les pouvoirs publics ont précisé la chronique de décaissement des actifs du Fonds. Les sommes affectées au fonds ont été mises en réserve jusqu'au 1^{er} janvier 2011. Depuis cette date et jusqu'en 2024, le fonds verse chaque année, 2,1 Md€ à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) afin de participer au financement des déficits, au titre des exercices 2011 à 2018, des organismes de retraites précédemment mentionnés.

Le Fonds de réserve pour les retraites assure également la gestion financière d'une partie de la contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire due à la Caisse nationale d'assurance vieillesse (CNAV) au titre de la soulte CNIEG (Caisse nationale de retraite des industries électriques et gazières)³.

1.2. Historique

Instauré à l'origine par la loi de financement de la sécurité sociale pour 1999, le FRR a d'abord vu le jour sous la forme d'une section comptable spécifique au sein du Fonds de solidarité vieillesse (FSV). Il s'agissait alors de constituer une réserve de 150 Md€ destinée à contribuer, à partir de 2020, au financement des régimes de retraite.

Tout en maintenant cet objectif, la loi du 17 juillet 2001 a fait du Fonds un établissement autonome, lui permettant ainsi, dès 2003, de procéder à des activités d'investissements sur les marchés financiers.

Les missions et, partant, l'horizon de passif du FRR ont néanmoins été profondément modifiés par la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011, celle-ci prévoyant d'utiliser les ressources du FRR pour financer, à travers la CADES, l'intégralité des déficits du régime général et du FSV pendant la période de montée en charge de la réforme des retraites. Outre les transferts annuels dont elle fait désormais l'objet, la CADES reçoit également les dotations publiques précédemment attribuées au Fonds et deviendra propriétaire des éventuels actifs résiduels en 2025⁴.

Cette réduction de l'horizon de gestion du FRR est susceptible de poser rapidement des problèmes de capacités de gestion autonome par le FRR d'actifs en réduction, s'il lui est demandé de réduire ses équipes au même rythme.

¹ Article L 135-6 du code de la sécurité sociale.

² Respectivement les organisations autonomes d'assurance vieillesse des professions artisanales et celles des professions industrielles et commerciales.

³ 3° de l'article 19 de la loi n° 2004-803 du 9 août 2004.

⁴ Cour des Comptes, rapport sur les fonds de réserve des retraites, février 2011, p.122.

1.3. Statut juridique

Le FRR est un établissement public administratif (EPA), placé sous la tutelle de l'État (articles L. 135-6 à L. 135-15 du Code de la sécurité sociale).

1.4. Gouvernance

Le FRR dispose d'un mode de gouvernance original pour un établissement public administratif, combinant un Conseil de surveillance et un Directoire présidé par le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations (CDC)⁵.

Le Conseil de surveillance comprend 20 membres dont :

- 4 parlementaires (2 représentants de l'Assemblée Nationale et 2 du Sénat) ;
- 5 représentants des assurés sociaux désignés par les organisations syndicales interprofessionnelles représentatives au plan national ;
- 5 représentants des employeurs et travailleurs indépendants désignés par les organisations professionnelles d'employeurs et de travailleurs indépendants représentatives ;
- 4 représentants de l'État (1 du ministère de l'économie, 1 du ministère du budget et 2 du ministère chargé de la Sécurité sociale) ;
- 2 personnalités qualifiées issues de domaines relevant des missions du FRR.

Sur proposition du Directoire, le Conseil de surveillance fixe les orientations générales de la politique de placement des actifs. Le Directoire assure la direction de l'établissement et est responsable de sa gestion. Il met en œuvre les orientations de la politique de placement et contrôle le respect de celles-ci et en particulier leur adéquation avec les obligations de versements.

La Caisse des dépôts et consignations assure la gestion administrative du Fonds, sous l'autorité du Directoire.

La gestion financière du Fonds est confiée, par voie de mandats périodiquement renouvelés et dans le cadre des procédures prévues par le code des marchés publics, à des prestataires de services d'investissement⁶.

1.5. Faits stylisés

Les réserves gérées par le FRR s'élevaient, au 25 avril 2013 à 34,5 Md€ pour un passif de 24,8 Md€. Estimée à 3,7% sur l'ensemble de la période 2004-2012, la performance annualisée de l'actif atteint, depuis 2010, 4,98%.

⁵ Art R 135-19 du Code de la sécurité sociale.

⁶ Art R 135-10 du Code de la sécurité sociale. Les dérogations prévues à ce principe (gestion exceptionnelle et gestion d'OPCVM) sont précisées et encadrées par l'arrêté du 10 août 2011.

2. Règles prudentielles

2.1. Cadre prudentiel général

Le FRR ne peut investir que dans les instruments financiers énumérés à l'article L211-1 du Code monétaire et financier, à savoir :

- ◆ les titres de capital ;
- ◆ les titres de créance ;
- ◆ les parts ou actions d'OPC ;
- ◆ les contrats financiers.

L'arrêté du 10 août 2011, pris en application de l'article L135-11 du code de la sécurité sociale, précise les conditions d'investissement et de composition de l'actif du FRR.

Les principaux ratios d'investissement sont les suivants :

- ◆ ratio de dispersion par émetteurs (R1) : le FRR ne peut employer plus de 5% de son actif en instruments financiers d'un même émetteur hors Etats membres de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur OCDE et hors CADES ;
- ◆ ratio limitant l'accès au capital de sociétés domiciliées hors de l'Espace Économique Européen - EEE - (R2) : le FRR ne peut employer plus de 25% de son actif en titres donnant l'accès au capital d'entreprises ayant leur siège social hors de l'EEE, ou non négociés sur un marché en fonctionnement régulier d'un pays tiers membre de l'OCDE ;
- ◆ ratio d'emprise sur le capital d'une société (R3) : le FRR ne peut posséder plus de 3% des actions d'un même émetteur sous réserve des cas prévus aux 2° et 3° du II de l'article 1^{er} de l'arrêté du 10 août 2011 ;
- ◆ ratio de risque global sur contrats financiers (R4) : pour permettre au FRR d'investir dans des instruments financiers à terme dans de bonnes conditions de sécurité, il a été prévu, dès la création du FRR, que ces opérations seraient rattachées au cadre juridique de la réglementation s'appliquant aux OPC. Le risque de contrepartie sur un même cocontractant est limité à 5 % de l'actif du fonds ;
- ◆ ratio d'exposition au risque devise (R5) : l'exposition comptable au risque de change ne peut excéder 20% du total de l'actif du FRR ;
- ◆ ratio de détention des OPC (R6) : le fonds ne peut employer plus de 15% de son actif en parts de fonds collectifs ;
- ◆ ratio de perte (R7) : le fonds ne peut investir dans des actions ou des titres lorsque la détention de ces actifs serait susceptible de l'exposer à une perte supérieure au montant de son investissement⁷.

Encadré 1 : Les règles prudentielles

Les règles prudentielles fixent aux organismes qu'elles concernent divers types de limites à l'emploi de leurs actifs, notamment :

- la définition des catégories d'actifs admissibles (certains types d'actifs étant ainsi exclus de l'univers d'investissement de l'organisme, soit du fait de leur nature même, soit du fait de certaines caractéristiques de leur émetteur, soit du fait du type de marché sur lequel ils sont émis) ;

⁷ La réglementation de l'AMF interdit au FRR d'engager plus d'une fois son actif dans des contrats financiers à terme. À ce titre, il ne peut investir dans les produits structurés à effet de levier (ex : *hedge funds* à effet de levier) qui figurent dans la liste des « produits non autorisés » du FRR (règle prudentielle interne fixée par le comité des risques).

Annexe VII

- des limites par catégorie d'actifs : une même catégorie ne peut représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ;
- des limites par émetteur : les titres émis par un même émetteur ne peuvent pas représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ;
- des ratios d'emprise : l'organisme ne peut pas détenir à lui seul plus d'une part déterminée des titres émis par un même acteur.

Source : Mission.

Tableau 1 : Règles prudentielles applicables du FRR

Nature du placement	Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur	Type de marché	Limite par catégorie	Limite par émetteur	Ratio d'emprise
Obligations	Obligations souveraines OCDE	Pays de l'OCDE			≤100%	
	Obligations souveraines hors OCDE	Hors OCDE			≤5%	
	Titres émis par la CADES	française			≤100%	
	Obligations corporate négociées sur un marché réglementé de l'EEE	Siège social en EEE			≤5%	≤3%
	Obligations corporate hors EEE ou non négociées sur un marché réglementé de l'EEE	Siège social hors EEE	Non négocié sur marchés EEE/ OCDE	≤25%	≤5%	≤3%
Actions	Actions EEE	Siège social en EEE	EEE		≤3%	≤3%
	Actions hors EEE ou non négociées sur un marché réglementé de l'EEE	Siège social hors EEE	Non négocié sur marchés EEE/ OCDE	≤25%	≤3%	≤3%
Non coté	non coté				≤5%	≤3%
OPC	OPC			≤15 ⁸ %	≤5 ⁹ %	≤3 ¹⁰ %

Source : Mission IGF.

2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI

Au regard des marges de tolérance qu'elle autorise, la réglementation prudentielle applicable au FRR encadre, plutôt qu'elle ne limite, l'investissement du Fonds en actions, obligations ou part de capital de PME/ETI :

⁸ À l'exception des OPVM monétaires et obligataires.

⁹ À l'exception des parts ou actions des organismes de placement en valeurs mobilières dont le portefeuille est exclusivement composé de titre garantie ou émis par l'un des État membre de l'OCDE ainsi que les titres émis par la CADES.

¹⁰ Sous réserve des cas prévus aux 2° et 3° du II de l'article 1^{er} de l'arrêté du 10 août 2011.

Annexe VII

- ◆ le Fonds peut investir en obligations *corporate* et en actions de PME/ETI dans la limite des ratios prévus (5% par émetteur, 3% par actif). La note de ces titres peut être inférieure à BBB- ;
- ◆ le non coté est également autorisé dans la limite des ratios prévus ;

Concernant les investissements du FRR dans les fonds de prêts à l'économie pour les PME/ETI, le Conseil de surveillance a fixé les règles suivantes :

- ◆ les investissements réalisés pour le compte du FRR doivent porter sur des instruments à taux variables ou à taux fixe de faible maturité ;
- ◆ ils doivent être significativement avantageux en terme de rendement à l'achat par rapport aux conditions habituelles de marché et aux instruments auxquels ils se substituent ;
- ◆ ils doivent représenter un montant limité des actifs du FRR, au maximum 0,5% de l'actif net du FRR ou 180M€ d'engagement ;
- ◆ par ailleurs, le Comité souhaite que le FRR soit particulièrement vigilant sur les questions d'alignement d'intérêt ;
- ◆ des critères d'éligibilité des fonds validés par le comité de sélection des gérants ;
- ◆ une limite de détention, fixée par le comité des risques, de titres de dettes dont la notation est inférieure à BBB- ou de titres non notés égale à 17,5% de la poche de performance ;
- ◆ un processus de sélection des fonds qui prévoit pour chacun d'eux des critères spécifiques relatifs aux investissements envisagés (covenants, solidité financière et notation de l'émetteur, garanties).

Tableau 2 : Limites à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI dans la réglementation prudentielle applicable au FRR

Capital investissement	Actions PME/ETI	Dette PME/ETI	Autres freins réglementaires
Autorisé mais encadré (limites par émetteur et par actif)	Autorisé mais encadré (limites par émetteur et par actif)	Autorisé mais encadré (limites par émetteur et par actif, plafonnement des montants investis pour les fonds de prêts à destinations des PME/ETI)	Non

Source : Mission IGF.

3. Analyse du passif

3.1. Nature du passif

Par le calendrier et l'ampleur des décaissements qu'elle prévoit, la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 a fortement raccourci l'horizon de passif du Fonds. Jusqu'en 2010, le FRR avait retenu l'hypothèse de 21 flux de décaissement entre 2020 et 2040. Suite à la réforme, le passif du FRR se compose désormais de 14 versements annuels de 2,1 Md€ à la CADES entre 2011 et 2024, auxquels s'ajoute le versement à la CNAV en 2020 de la quote-part (3,605 Md€ augmentés d'une participation aux résultats de la gestion financière) de la soule de la CNIEG.

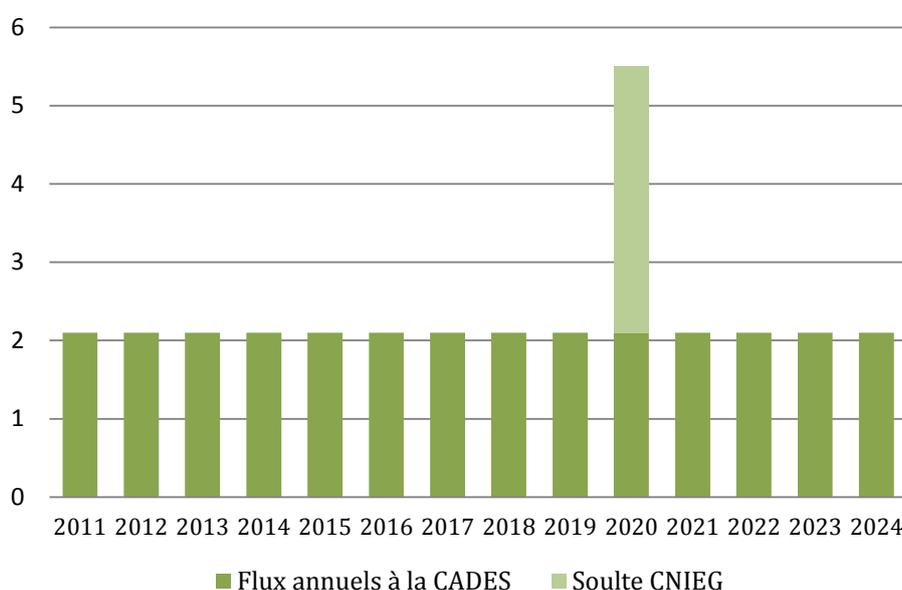
3.2. Évolution temporelle des flux de passif

Sous réserve de nouvelles modifications, le FRR dispose pour l'instant d'un horizon de passif clairement défini lui permettant d'anticiper ses décaissements et d'ainsi optimiser la gestion de ses actifs.

Mis à part le rendement que devrait rapporter leur placement, les réserves diminueront graduellement, jusqu'en 2024, à hauteur des décaissements opérés, le fonds n'étant plus abondé depuis 2011.

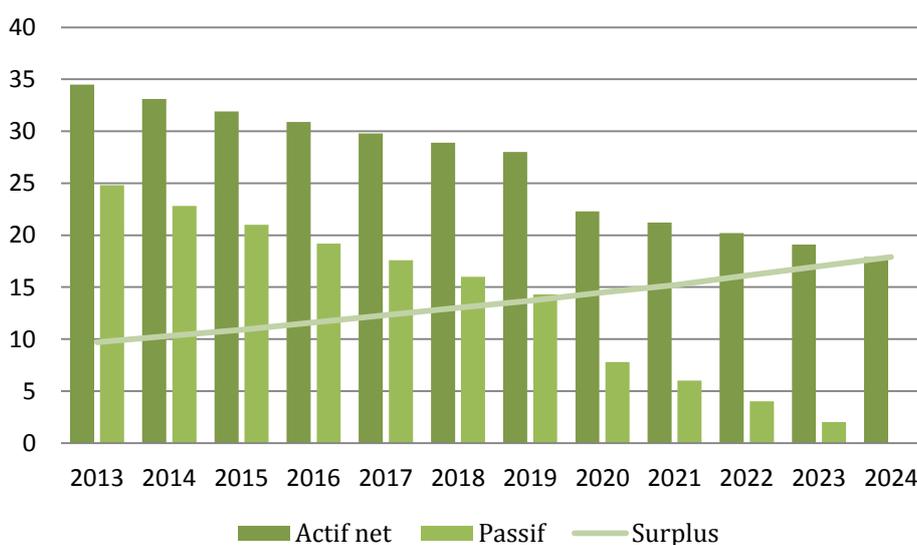
L'actif net de départ excédant le montant du passif, le Fonds présente néanmoins, au 25 avril 2013, un surplus de 9,7Md€ qui devrait atteindre, d'après les hypothèses retenues dans l'allocation stratégique, 17,9 Md€ en 2024.

Graphique 1 : Calendrier des décaissements prévus à horizon 2024



Source : Mission IGF.

Graphique 2 : Évolution du passif et du surplus du FRR à horizon 2024 (en Md€)



Source : Mission IGF à partir des informations fournies par le FRR.

3.3. Synthèse des contraintes de passif

La structure du passif du FRR implique que le Fonds dispose, à échéances régulières, de suffisamment de liquidités pour assurer le financement de ses engagements vis-à-vis de la CADES. Si l'horizon limité (2024) du Fonds tend également à privilégier l'investissement dans des actifs sûrs et liquides, l'important surplus dont il dispose lui offre néanmoins la capacité d'investir dans des actifs de plus long terme au rendement plus élevé.

Tableau 3 : Contraintes de passif du FRR

Horizon d'investissement	Contrainte de liquidité
10 ans (jusqu'en 2024)	Moyenne à court terme, forte à moyen terme

Source : Mission IGF.

4. Composition de l'actif

4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif

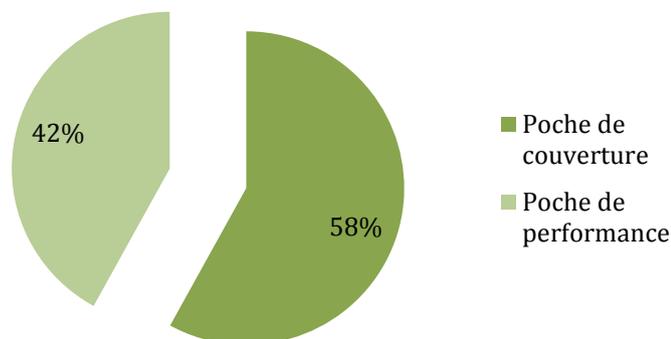
À la suite de la réforme des retraites de 2010 et de l'évolution de la définition du passif du FRR, le Fonds a été conduit à réviser son allocation stratégique et à opter pour un nouveau modèle de gestion dit « sous contrainte de passif », qui vise à répondre aux deux objectifs de gestion du FRR que sont la sécurisation des versements prévus par la loi et l'optimisation de la performance des investissements à l'horizon 2024. À cette fin, l'allocation stratégique comprend deux poches :

- ◆ une poche de couverture, comprenant 58% de l'actif, dont l'objectif principal est d'assurer la capacité du Fonds à faire face à son passif. Celle-ci se compose, dans une large part, d'OAT détenues dans des mandats d'adossement (34% de l'actif) ainsi que d'obligations souveraines étrangères et d'obligations d'entreprises notées au moins BBB- (24%). Cette poche de couverture représente, selon l'allocation stratégique du 24 avril 2013, 81% de la valeur du passif du FRR ;
- ◆ une poche de performance, financée à hauteur de 42% de l'actif, dont l'objectif est d'apporter un rendement supplémentaire dans un cadre de risque maîtrisé. Fortement diversifiée, elle comprend des actions de pays développés et émergents, des obligations d'entreprises à haut rendement, des obligations d'Etats émergents ainsi que des matières premières non agricoles.

Les poids et compositions de référence de l'allocation stratégique pour chacune des deux poches de gestion font l'objet d'une révision annuelle afin de tenir compte de l'évolution de l'environnement économique, des marchés financiers et de la situation du fonds par rapport à son passif.

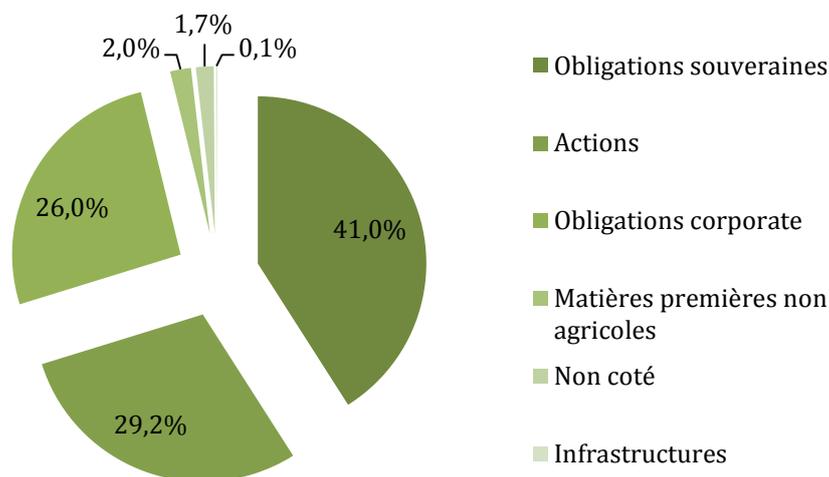
Annexe VII

Graphique 3 : Allocation par poche des actifs du FRR



Source : Mission IGF, d'après les données fournies par le FRR.

Tableau 4 : Allocation stratégique d'actifs du FRR au 25 avril 2013



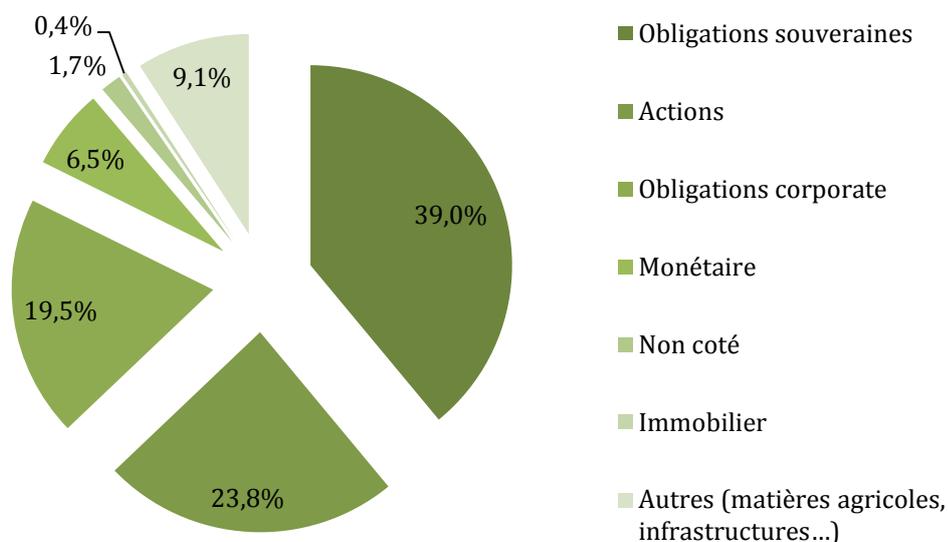
Source : Mission IGF, d'après les données fournies par le FRR.

4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012

Si la présentation et les périodes ici retenues ne permettent pas une comparaison directe, l'allocation effective du Fonds semble néanmoins correspondre, dans son ensemble, aux orientations définies dans l'allocation stratégique. Le portefeuille du Fonds comprenait, au 31 décembre 2012, 39,0% d'obligations souveraines, 23,8% d'actions, 19,5% d'obligations *corporate*, 1,7% de non coté, 0,4% d'immobilier et 9,1% d'actifs investis notamment en infrastructures et en matières premières.

Annexe VII

Tableau 5 : Allocation d'actifs du FRR au 31 décembre 2012



Source : Mission IGF, d'après les données fournies par le FRR.

4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises

Encadré 2 : Définition des actifs contribuant au financement de long terme des entreprises françaises et au financement des PME/ETI françaises

La mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des entreprises françaises :

- les actions émises en France ;
- les obligations émises en France ;
- le capital investissement dans des entreprises ayant une activité en France.

Par ailleurs, la mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des PME/ETI françaises :

- les actions émises en France dans les compartiments B et C d'Euronext, ainsi que sur Alternext ;
- les obligations émises en France par des entreprises non cotées, ou cotées dans les compartiments B et C d'Euronext, ou cotées sur Alternext ;
- l'investissement en capital dans les entreprises non cotées.

Les informations sur la composition du portefeuille ont été fournies à la mission par chaque organisme, « en transparence » des fonds communs de placement (une action ou une obligation détenue au travers d'un fonds commun de placement a ainsi été comptabilisée dans la catégorie action ou obligation).

Source : Mission IGF.

Annexe VII

Tableau 6 : Contribution des actifs du FRR au financement de long terme des entreprises françaises (montants en millions d'euros) ¹¹

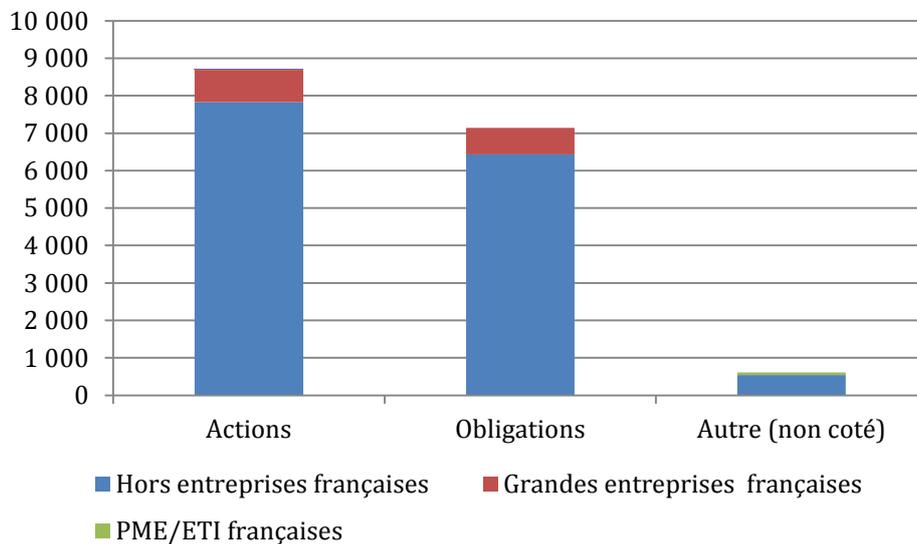
	Actions		Obligations		Capital investissement		Total	
	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs
Grandes entreprises	857,54	2,34%	703,90	1,92%	-	-	-	-
PME/ETI	13,71	0,04%	0	0,00%	69,73	0,19%	83,44	0,23%
Total France	871,25	2,38%	703,90	1,92%	69,73	0,19%	1 644,87	4,49%

Source : Mission IGF, d'après les données fournies par le FRR.

En 2012, le FRR investissait 4,49% de son actif, soit environ 1,6 Md€, dans des entreprises françaises, que ce soit sous forme d'obligations (703,9 M€), d'actions (871,25M€) ou de capital investissement (69,73 M€). L'objectif de diversification géographique des actifs retenu par l'allocation stratégique conduit néanmoins à de forts écarts de financements entre entreprises françaises et étrangères, ces dernières concentrant 40,45% des investissements du fonds (14,8Md€).

Si le FRR contribue depuis 2013, par le biais du fonds NOVO, au financement des PME/ETI (120M€ investis), les montants investis en titres ou parts de capital de PME/ETI françaises demeurent néanmoins limitée au regard de ceux investis en actions de grandes entreprises françaises (13,71M contre 857,54M€) ou en entreprises non cotées étrangères (69,73M contre 542,31M€).

Graphique 4 : Part des actifs du FRR qui finance les entreprises françaises



Source : Mission IGF, d'après les données fournies par le FRR.

¹¹ Ces montants, qui correspondent à l'année 2012, sont à nuancer au vu des investissements entrepris depuis par le FRR (investissement dans le fonds NOVO à hauteur de 120 M€ et dans Idinvest pour un montant de 60 M€).

5. Marges de manœuvre pour augmenter la contribution au financement des PME/ETI françaises

Bien qu'elle présente de fortes contraintes de liquidité, **la structure du passif du FRR pourrait lui permettre de redéployer une part modérée de ses actifs vers le financement des PME/ETI françaises :**

- ◆ le FRR dispose, en l'état actuel, d'un horizon de passif clairement défini lui permettant d'optimiser la gestion de son portefeuille. Si le financement de ses engagements tend à favoriser la détention d'actifs sûrs et liquides, l'important surplus dont il dispose (9,7 Md€ en 2013) lui permet néanmoins d'investir dans des actifs moins liquides et de moyen terme (à défaut de pouvoir investir sur le long terme du fait de son horizon de placement limité) ;
- ◆ l'objectif d'optimisation des investissements à l'horizon 2024 l'incite à investir une part de sa poche de performance dans des actifs présentant des rendements potentiels plus élevés (obligations d'entreprises, actions, matières premières non agricoles...)

Le cadre réglementaire applicable au FRR, tel qu'il résulte de l'arrêté du 10 août 2011, **apparaît relativement souple et ne semble pas présenter de contraintes significatives** pour l'investissement dans les classes d'actifs permettant de financer les PME/ETI françaises (pas de limites par catégorie, autorisation du non coté, admission, sous certaines conditions, des titres de note inférieure à BBB-). Les règles prudentielles fixées par le Conseil de surveillance du régime prévoient également la possibilité pour le FRR d'investir dans des fonds de prêts à l'économie pour les PME/ETI à hauteur de 0,5% de son actif net (soit 180 M€ d'engagement).

Bien que le FRR ait investi 120 M€ en juillet 2013 dans les fonds de prêts obligataires NOVO, la part de son actif investie en actions de PME/ETI françaises (0,04% en 2012) et en non coté français (0,19%) demeure limitée (83,44 M€ en 2012). **L'objectif de diversification géographique retenu par le fonds tend en effet à réduire la part des financements dirigés vers les PME/ETI françaises.** Sur les 612,04 M€ investis en 2012 en capital-investissement, seulement 69,73 M€ l'étaient dans des fonds de capital-investissement français. De façon plus générale, il apparaît que la part des entreprises françaises dans les actions et obligations *corporate* détenues par le FRR n'excédait pas 10% en 2012.

Si, comme le souligne l'OCDE¹², ce « biais international » - notamment à destination des marchés émergents - constitue un trait commun à la plupart des fonds publics de réserve des retraites, **une réflexion pourrait néanmoins être engagée avec le Directoire du FRR en vue de procéder à un recalibrage partiel de l'allocation en faveur des PME/ETI françaises.** À défaut de pouvoir investir davantage, au vu de son horizon de placement limité, en capital-investissement, le FRR pourrait redéployer, à moyen terme, une partie de son actif vers des titres de PME/ETI françaises, que ce soit sous forme d'actions ou d'investissements dans des fonds de prêts obligataires. Dans la mesure où ces produits présentent des rendements potentiels élevés et, dans le cas des fonds de prêts, une volatilité limitée, ce redéploiement modéré ne devrait pas remettre en cause l'objectif de performance retenu par le régime.

A réglementation constante, plusieurs propositions pourraient ainsi être soumises au Conseil de surveillance du FRR :

- ◆ créer, sur le modèle du non coté, une poche dédiée aux actions de PME/ETI dans l'allocation stratégique. En retenant une cible de 1,7% (égale à la part du non coté dans l'allocation d'actifs) et en supposant une répartition géographique des investissements (France/hors France) soit égale (50%) soit similaire à celle observée pour les actions de grandes entreprises (10% investis en France), le FRR pourrait ainsi investir entre

¹² OCDE, *Annual survey of large pension funds and public reserve funds*, octobre 2013.

Annexe VII

0,17% et 0,85% de son actif, soit entre 62,2 et 311,12 M€ en actions de PME/ETI françaises ;

- ♦ développer, sur le modèle du fonds NOVO et dans une perspective de diversification du portefeuille et d'optimisation de la performance, l'investissement dans les fonds de prêts à l'économie. À titre d'exemple, en envisageant une cible stratégique comprise entre 0,5% (proche de celle retenue pour l'année 2013) à 1%, le FRR pourrait ainsi mobiliser entre 183,01 et 366,03 M€ à destination des fonds obligataires pour le financement des PME/ETI françaises.

Sur la base de ces ratios et en conservant le niveau actuel d'investissement en capital-investissement français (0,19%), le FRR pourrait ainsi redéployer entre 0,86 % et 2,04 % de son actif, soit entre 314,94 et 746,88 M€ vers des actifs finançant les PME/ETI françaises.

Par ailleurs, **la capacité du FRR à adopter une allocation d'actifs favorable au financement de long terme des entreprises françaises dépend fortement de la stabilité et de la prévisibilité de son passif.** A cet égard, certaines dispositions du projet de loi garantissant l'avenir et la justice du système de retraites, adopté définitivement par l'Assemblée nationale le 19 décembre 2013, pourraient être de nature à remettre en cause cette stabilité. L'article 4 du projet de loi prévoit en effet la constitution d'un comité de suivi des retraites qui doit annuellement émettre des recommandations portant notamment sur : « *les transferts du fonds de réserve pour les retraites vers les régimes de retraite, tenant compte de l'ampleur et de la nature d'éventuels écarts avec les prévisions financières de l'assurance retraite* ». Cette disposition est de nature à faire peser un risque d'augmentation du montant du versement annuel, qui conduirait à raccourcir la durée du passif du FRR, et donc à réduire sa capacité à investir à long terme. Il apparaît dès lors souhaitable de limiter autant que possible, le cas échéant par voie réglementaire, la possibilité ainsi ouverte de modifier les engagements de passif du FRR.

ANNEXE VIII

L'IRCANTEC

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE DE LA STRUCTURE.....	1
1.1. Mission.....	1
1.2. Historique.....	1
1.3. Statut juridique	1
1.4. Gouvernance	1
1.5. Faits stylisés	2
2. RÈGLES PRUDENTIELLES	2
2.1. Cadre prudentiel général	2
2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI	3
3. ANALYSE DU PASSIF	4
3.1. Nature du passif.....	4
3.2. Evolution temporelle des flux de passif.....	5
3.3. Synthèse des contraintes de passif	5
4. COMPOSITION DE L'ACTIF	6
4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif	6
4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012	7
4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises	7
5. MARGES DE MANŒUVRE POUR AUGMENTER LA CONTRIBUTION AU FINANCEMENT DES PME/ETI FRANÇAISES.....	8

1. Présentation générale de la structure

1.1. Mission

L'Ircantec est un régime de retraite complémentaire obligatoire par répartition, destiné et réservé aux agents non titulaires des trois fonctions publiques (État, collectivités territoriales, hôpitaux) et des organismes publics et parapublics (EPIC, Banque de France...)

1.2. Historique

Né en 1970 de la fusion de deux régimes dédiés aux cadres (Ipacte) et aux non cadres (Igrante) et initialement réservé aux salariés non titulaires de la fonction publique, le régime de l'Ircantec s'est progressivement élargi aux agents titulaires à temps non complet ne dépendant pas de la CNRACL, aux agents titulaires sans droit à pension ainsi qu'aux élus locaux et aux parlementaires européens.

Visant à assurer la pérennité et l'équilibre financier du régime, la réforme de 2008 a modifié de façon substantielle la gouvernance et les paramètres du régime en instaurant des règles prudentielles de solvabilité et en déléguant la gestion à la Caisse des Dépôts dans le cadre d'une convention d'objectifs et de gestion tripartite (État, Président du conseil d'administration de l'Ircantec, CDC).

1.3. Statut juridique

Instituée par l'article 2 du décret n°70-1277 du 23 décembre 1970¹, l'Ircantec est une institution de prévoyance régie par les dispositions du titre III du livre VII du code de la sécurité sociale. Ses modalités de fonctionnement sont fixées par un arrêté du 30 décembre 1970.

1.4. Gouvernance

L'Ircantec est dirigée par un conseil d'administration comprenant :

- ◆ 16 représentants des employeurs ;
- ◆ 16 représentants des organisations syndicales ;
- ◆ 2 personnalités qualifiées.

La politique de gestion du régime est fixée par le conseil d'administration après avis de la commission de pilotage technique et financier (CPTF). Conformément au décret n°2008-996 du 23 septembre 2008, sa mise en œuvre est confiée à la direction des retraites et de la solidarité de la Caisse des dépôts qui intervient également, en amont, dans l'élaboration des propositions et la formation des administrateurs.

La tutelle s'exerce après consultation d'un conseil de tutelle, par l'intermédiaire d'un commissaire du gouvernement, assistant au conseil d'administration.

¹ Modifié par le décret n° 2008-996 du 23 septembre 2008

1.5. Faits stylisés

En 2012, l'Ircantec a perçu environ 2,6 Md€ de cotisations de la part de 66 000 organismes employeurs. Le nombre d'actifs ayant un compte à l'Ircantec est proche de 15 millions, dont 2,8 millions sont actuellement cotisants. Le montant des allocations versées s'élevait à 2,3 Md€ pour 1,9 million de retraités. Le montant du portefeuille des réserves de l'Ircantec atteignait 6,6 Md€ au 31 décembre 2012.

2. Règles prudentielles

2.1. Cadre prudentiel général

L'Ircantec n'est pas soumis aux dispositions des articles R. 623-2 et suivants du code de la sécurité sociale. Les règles prudentielles applicables au régime dépendent en conséquence des décisions du conseil d'administration, qui est chargé de définir l'univers des placements autorisés. En dépit de cette relative souplesse, les règles définies par l'IRCANTEC constituent un sous-ensemble, plus contraignant que les règles prévues par le code de la sécurité sociale². Le cadre d'investissement retenu comprend les règles suivantes :

- ◆ actifs admissibles :
 - de façon générale, les grandes classes de l'allocation d'actifs sont : les actions, les obligations nominales (Etat et entreprises), les obligations indexées et l'immobilier. Les investissements sur ces différentes poches d'actifs se font sous forme de fonds communs de placement (FCP) dédiés ;
 - dans une optique de diversification, l'institution peut investir dans des fonds ouverts ou des groupements thématiques spécifiques ;
 - dans le cadre de la politique de diversification du portefeuille, les actifs ci-dessous sont admis :
 - à l'intérieur de la poche actions, les petites et moyennes capitalisations d'entreprises françaises ;
 - à l'intérieur des poches taux et actions, les obligations convertibles essentiellement en zone euro ;
- ◆ limites et règles d'encadrement :
 - ratio d'emprise : l'investissement en valeurs mobilières dans une émission ou dans un fonds ouvert ne peut excéder plus de 10 % de l'encours nominal de l'émission ou du fonds ;
 - les encours sur les obligations convertibles ne peuvent excéder 5 % du portefeuille global ;
 - la gestion du risque de contrepartie émetteur interdit les notations en dessous de BBB- ;
 - de façon générale, les actifs de type *private equity* sont exclus.

² IGAS, rapport sur le contrôle des placements de régimes de retraite complémentaire obligatoires, février 2013, p.22.

Annexe VIII

Encadré 1 : Les règles prudentielles

Les règles prudentielles fixent aux organismes qu'elles concernent divers types de limites à l'emploi de leurs actifs, notamment :

- la définition des catégories d'actifs admissibles (certains types d'actifs étant ainsi exclus de l'univers d'investissement de l'organisme, soit du fait de leur nature même, soit du fait de certaines caractéristiques de leur émetteur, soit du fait du type de marché sur lequel ils sont émis) ;
- des limites par catégorie d'actifs : une même catégorie ne peut représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ;
- des limites par émetteur : les titres émis par un même émetteur ne peuvent pas représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ;
- des ratios d'emprise : l'organisme ne peut pas détenir à lui seul plus d'une part déterminée des titres émis par un même acteur.

Source : Mission.

Tableau 1 : Règles prudentielles applicables à l'Ircantec

Nature du placement	Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur	Type de marché	Notation de l'émetteur /du titre	Limite par catégorie	Limite par émetteur	Limite par actif
Obligations nominales et indexées d'États et d'entreprises	Placement effectué sous forme de FCP dédié			≥BBB-			≤10 %
Actions	Placement effectué sous forme de FCP dédié			≥BBB-			≤10 %
Obligations convertibles	Placement effectué sous forme de FCP dédié	Pays de la zone euro		≥BBB-	≤5 %		≤10 %
Capital investissement					Non autorisé		
Immobilier	Placement effectué sous forme de FCP dédié						

Source : Mission IGF.

2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI

Le cadre prudentiel retenu par le conseil d'administration de l'Ircantec autorise, en principe, le régime à investir en actions et en obligations de PME/ETI dans les mêmes limites que celles applicables aux classes d'actifs similaires (notation supérieure ou égale à BBB-, limite par actif de 10 %). Bien que le cadre général du régime ne précise pas la nature des marchés admissibles, l'Ircantec ne semble pas, au vu de sa politique prudentielle, disposée à investir sur des marchés non réglementés de type Alternext. De même, le recours au capital-investissement n'a, jusqu'à présent, pas été envisagé par le régime.

Annexe VIII

Tableau 2 : Limites à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI dans la réglementation prudentielle applicable à l'Ircantec

Capital investissement	Actions PME/ETI	Dettes PME/ETI	Autres freins réglementaires
Exclu	Autorisé mais la notation des actions doit être supérieure ou égale à BBB- et ne peut excéder plus de 10 % de l'encours nominal de l'émission	Autorisé mais la notation des obligations doit être supérieure ou égale à BBB- et ne peut excéder plus de 10 % de l'encours nominal de l'émission	Non

Source : Mission IGF.

3. Analyse du passif

3.1. Nature du passif

L'Ircantec est un régime par répartition : les cotisations de l'année servent à financer les prestations de la même année. Il fonctionne en points :

- ◆ les cotisations sont converties en points de retraite alimentant le compte individuel de chaque affilié. Le nombre de points est calculé en divisant le montant de la cotisation théorique par la valeur d'achat du point ;
- ◆ le montant de la retraite annuelle est égal au nombre total de points acquis multiplié par la valeur de service du point ;
- ◆ la périodicité de la prestation est fonction du nombre de points acquis. A titre d'exemple, l'allocation est annuelle entre 300 et 999 points tandis qu'elle est mensuelle au-dessus de 3000 points.

L'Ircantec dégage, depuis sa création, des excédents sur la base de cotisations annuelles supérieures aux prestations servies, ce qui lui a permis de constituer d'importantes réserves. Toutefois, l'exercice de projections à long terme réalisé en 2007 pour le Conseil d'orientation des retraites (5^{ème} rapport du COR) a démontré que les cotisations perçues par l'Ircantec ne suffiraient plus à couvrir les pensions à l'horizon de 4 à 8 années.

Dans ce contexte, la réforme de 2008 a eu pour objectif de garantir la pérennité et l'équilibre du régime sur le long terme tout en assurant le maintien d'un niveau de pensions satisfaisant. À cette fin, la réforme a prévu une réduction progressive du rendement (rapport entre la valeur d'acquisition du point et la valeur de service au moment de la retraite) de 12,09 % à 7,75 % d'ici à 2017 à travers un relèvement graduel de la valeur d'achat du point de retraite et introduit deux critères de solvabilité à long terme³ :

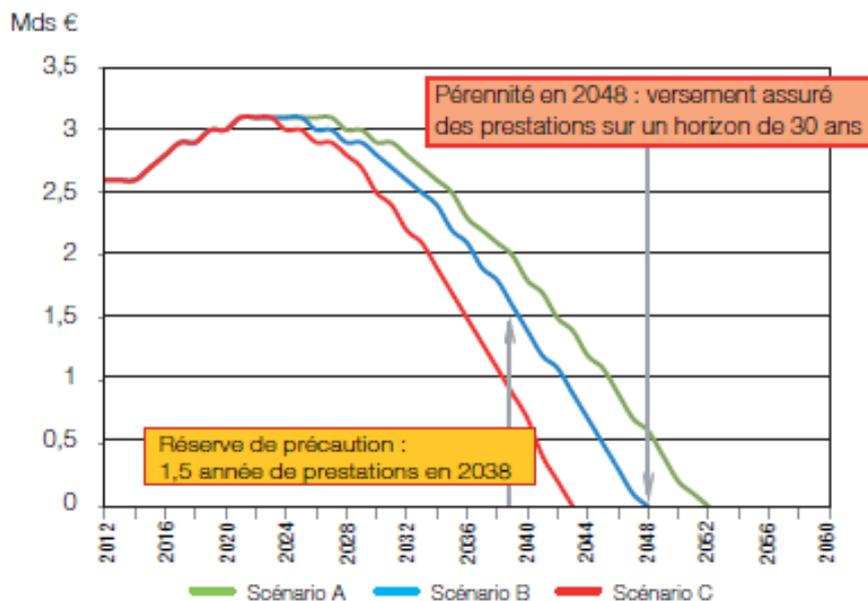
- ◆ une réserve de précaution : le régime doit disposer à l'horizon de 20 ans d'un montant de réserves équivalent, au minimum, à une année et demi de prestations évaluées à cette date ;
- ◆ une contrainte de pérennité : le paiement des pensions doit être assuré sur une durée de 30 ans par les cotisations futures et les réserves du régime.

³ Article 3 de l'arrêté du 23 septembre 2008.

3.2. Evolution temporelle des flux de passif

D'après les projections démographiques et financières établies par le COR, les réserves du régime devraient s'accumuler en première période grâce à la situation excédentaire du régime jusqu'à la fin des années 2020 (entre 2026 et 2030 selon les scénarios). En revanche, le régime devrait connaître un déficit technique croissant à partir de cette date, la masse des pensions augmentant plus vite que l'effectif cotisant et les ressources issues des cotisations. La mobilisation des réserves devraient permettre de compenser ce déficit et d'ainsi assurer la couverture des prestations jusqu'en 2048 (entre 2043 et 2062 selon les scénarios).

Graphique 1 : Évolution des réserves à horizon 2048 de l'Ircantec selon les scénarios du COR



Source : Ircantec, rapport technique et financier, 2012⁴.

3.3. Synthèse des contraintes de passif

Dans la mesure où il devrait rester excédentaire jusqu'en 2024, le régime de l'Ircantec ne devrait pas connaître de contraintes de liquidité à moyen terme. De ce fait et au vu de la durée de ses engagements et de l'état de ses réserves, le régime dispose d'un horizon d'investissement relativement long. Si la réforme de 2008 a conduit à une hausse du niveau projeté des réserves et donc des disponibilités futures de placement, les contraintes de solvabilité qu'elle introduit appellent néanmoins à privilégier une gestion prudente et de moyen terme.

⁴ Le scénario B est le scénario de référence qui combine un taux de chômage de 4,5 % et un taux de croissance annuel du travail de 1,5 %. Pour le scénario A, cette combinaison est respectivement de 4,5 % et 1,8 % (scénario haut) et pour le C, elle est de 7 % et 1,3 % (scénario bas).

Tableau 3 : Contraintes de passif de l'Ircantec

Duration du passif (années)	Contrainte de liquidité
Duration du passif : 20 ans environ ⁵ Horizon d'investissement : ♦ 3-4 ans sur les poches taux nominaux ♦ 7-8 ans sur les poches taux indexés	Faible à moyen terme, moyenne voire forte à long terme

Source : Mission IGF.

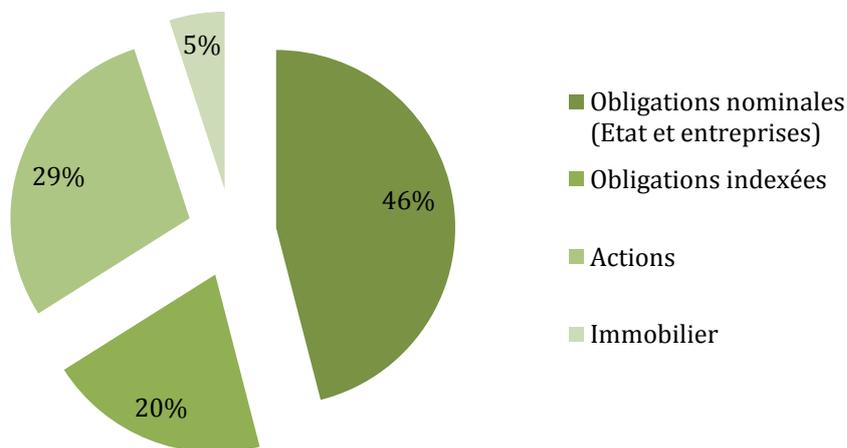
4. Composition de l'actif

4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif

L'allocation stratégique de l'Ircantec répond à un double objectif de sécurité (vérifier les ratios de précaution et de pérennité) et de rendement (optimiser la rentabilité des actifs). Revue en 2010 à la suite de la réforme intervenue en 2008, l'allocation retenue s'appuie sur des hypothèses à long terme et sur les hypothèses économiques retenues dans le cadre des projections réalisées pour le COR. Elle comprend :

- ♦ 46 % d'obligations nominales (Etat et entreprises) ;
- ♦ 20 % d'obligations indexées sur l'inflation ;
- ♦ 29 % d'actions ;
- ♦ 5 % d'immobilier.

Tableau 4 : Allocation stratégique d'actifs de l'Ircantec au 31 décembre 2012



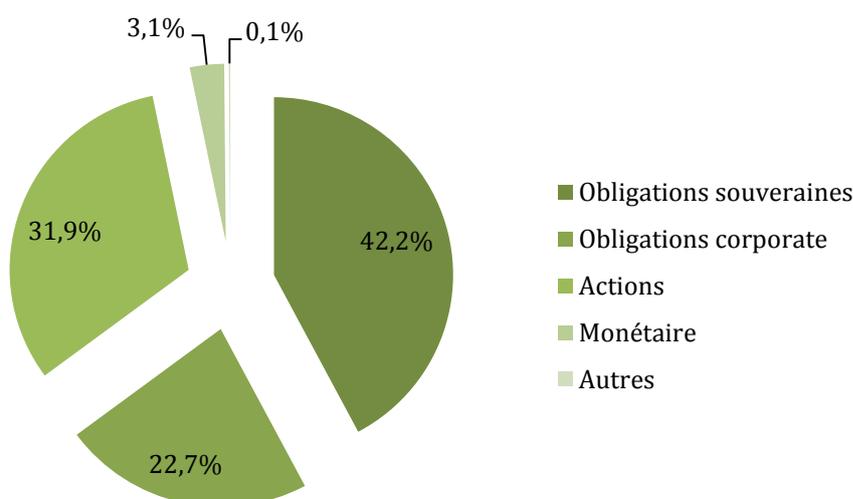
Source : Mission IGF, d'après les données fournies par l'Ircantec.

⁵ Cette estimation correspond à une interprétation de type assurantiel et s'appuie sur un taux d'actualisation de 3%.

4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012

Le portefeuille d'actifs de l'Ircantec présente une allocation relativement proche de celle définie par l'allocation stratégique, que ce soit en termes de part d'actifs investis en obligations (64,9 % pour un objectif stratégique de 66 %) ou en actions (31,9 % pour un objectif stratégique de 29 %). De même que pour l'Agirc-Arrco, la politique de placement de l'Ircantec se distingue de celle des autres organismes de retraite par la place plus limitée qu'elle consacre dans son actif aux obligations souveraines (42,2 %) et l'importance stratégique qu'elle accorde aux actions et obligations d'entreprises (54,6 %).

Tableau 5 : Allocation d'actifs de l'Ircantec au 31 décembre 2012



Source : Mission IGF, d'après les données fournies par l'Ircantec.

4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises

Encadré 2 : Définition des actifs contribuant au financement de long terme des entreprises françaises et au financement des PME/ETI françaises

La mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des entreprises françaises :

- les actions émises en France ;
- les obligations émises en France ;
- le capital investissement dans des entreprises ayant une activité en France.

Par ailleurs, la mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des PME/ETI françaises :

- les actions émises en France dans les compartiments B et C d'Euronext, ainsi que sur Alternext ;
- les obligations émises en France par des entreprises non cotées, ou cotées dans les compartiments B et C d'Euronext, ou cotées sur Alternext ;
- l'investissement en capital dans les entreprises non cotées.

Les informations sur la composition du portefeuille ont été fournies à la mission par chaque organisme, « en transparence » des fonds communs de placement (une action ou une obligation détenue au travers d'un fonds commun de placement a ainsi été comptabilisée dans la catégorie action ou obligation).

Source : Mission IGF.

Annexe VIII

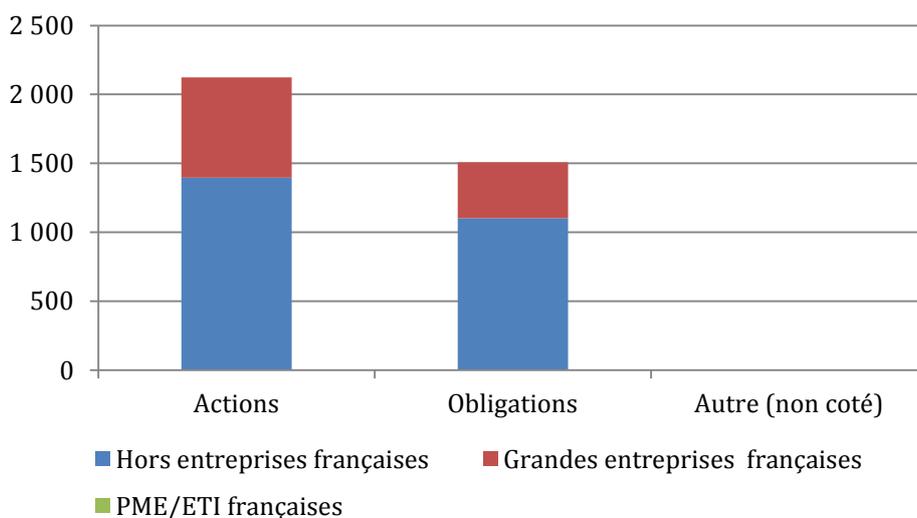
Tableau 6 : Contribution des actifs de l'Ircantec au financement de long terme des entreprises françaises (montants en millions d'euros)

	Actions		Obligations		Capital investissement		Total	
	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs
Grandes entreprises	728,14	10,9 %	406,56	6,1 %	0,00	0,0 %	1134,70	17,0 %
PME/ETI	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %
Total France	728,14	10,9 %	406,56	6,1 %	0,00	0,0 %	1134,70	17,0 %

Source : Mission IGF, d'après les données fournies par l'Ircantec.

L'Ircantec investit dans les entreprises françaises à hauteur de 17,0 % de son portefeuille, soit 1,1 Md€. Comme le montre le graphique 2, la part des actifs contribuant au financement des entreprises françaises est néanmoins plus de deux fois inférieure à celle investie dans des entreprises étrangères (37,5 % soit 2,5 Md€). Les investissements du régime se concentrent par ailleurs exclusivement sur les grandes entreprises, l'Ircantec ne détenant aucune action ou obligation de PME/ETI ou de part de capital-investissement dans son portefeuille.

Graphique 2 : Part des actifs de l'Ircantec qui finance l'économie française



Source : Mission IGF, d'après fournies par l'Ircantec.

5. Marges de manœuvre pour augmenter la contribution au financement des PME/ETI françaises

Au vu des exigences de pérennité et d'équilibre inhérentes à ce type de régime et des contraintes de solvabilité introduites par la réforme de 2008, **le redéploiement d'une partie des actifs de l'Ircantec vers le financement des PME et ETI françaises ne semble envisageable que sous certaines conditions.**

Annexe VIII

Bien que le cadre prudentiel, défini par le Conseil d'administration du régime, présente, en principe, une certaine souplesse en matière d'investissements en actions et obligations de PME/ETI, la politique de placement du régime se caractérise par un souci de prudence manifeste, l'Ircantec n'ayant investi en 2012 aucun actif en titres de PME/ETI. Les choix de placement actuellement retenus témoignent en effet d'une forte sensibilité à la liquidité et de fortes contraintes de volatilité (notation minimale, ratios de dispersion).

Excédentaire jusqu'en 2024, le régime ne devrait pourtant pas connaître, d'ici cette date, de fortes contraintes de liquidité. Dans la mesure où il dispose par ailleurs d'une durée de passif relativement longue (environ 20 ans), l'Ircantec pourrait, en principe, investir **une part modérée** de son actif dans des titres peu liquides et dont la durée de détention est longue. Sans pour autant remettre en cause l'équilibre du régime, ce redéploiement permettrait non seulement à l'Ircantec de contribuer, dans une visée d'investissement socialement responsable, au financement de l'économie nationale, mais également d'accroître, de façon sensible, le rendement de ses placements. Il pourrait ainsi être proposé au Conseil d'administration de l'Ircantec d'autoriser et de favoriser l'investissement en capital-investissement et en obligations de PME/ETI. L'investissement en fonds de prêt à l'économie (FPE) paraît à cet égard particulièrement adapté au cas de l'Ircantec tant en termes de prévisibilité (fonds fermé), de sécurité (présence d'autres investisseurs, sélectivité dans le choix des investissements) que de taille (l'investissement de l'Ircantec ne devrait pas se trouver contraint par les ratios de dispersion).

Sur la base des ratios indicatifs retenus après discussion avec les gestionnaires du régime et détaillés ci-après, l'Ircantec pourrait, à titre d'exemple, redéployer entre 1,5 % et 2,5 % de son actif, soit entre 133 et 167 M€, vers des actifs finançant les PME/ETI françaises :

- ◆ en créant une poche dédiée au capital-investissement, plafonnée à 2 ou 3 % de l'actif du régime et en supposant une distribution égale des investissements en France et hors France, l'Ircantec pourrait ainsi investir entre 67 (1 %) et 100 M€ (1,5 %) dans des fonds de capital-investissement français
- ◆ en mobilisant 0,5 % à 1 % de son actif vers des FPE français, l'Ircantec pourrait investir à hauteur de 33 à 67 M€ dans des obligations de PME/ETI françaises.

ANNEXE IX

La Préfon

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE DE LA STRUCTURE.....	1
1.1. Mission.....	1
1.2. Statut juridique	1
1.3. Gouvernance	1
1.4. Faits stylisés	2
2. RÈGLES PRUDENTIELLES	2
2.1. Cadre prudentiel général	2
2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI	4
3. ANALYSE DU PASSIF	5
3.1. Nature du passif.....	5
3.2. Evolution temporelle des flux de passif.....	5
3.3. Synthèse des contraintes de passif.....	5
4. COMPOSITION DE L'ACTIF	6
4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif	6
4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012	6
4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises	7
5. MARGES DE MANŒUVRE POUR AUGMENTER LA CONTRIBUTION AU FINANCEMENT DES PME/ETI FRANÇAISES.....	8

1. Présentation générale de la structure

1.1. Mission

Créée en 1964 par quatre fédérations de fonctionnaires (CFDT, CFE-CGC, CFTC, FO) et une association de hauts fonctionnaires, la Préfon (Caisse Nationale de Prévoyance de la Fonction Publique) est une association à but non lucratif dont l'objet social est d'offrir aux fonctionnaires et assimilés des régimes de prévoyance complémentaire, notamment en matière de retraite, d'assurer la représentation des affiliés auprès des pouvoirs publics et des régimes créés et de veiller au respect des valeurs portées par l'association dans la gestion des fonds collectés.

A cette fin, l'association a créé en 1967 un régime complémentaire et facultatif de retraite par capitalisation, le régime Préfon-Retraite, destiné et réservé à tous les agents publics, les anciens agents et leurs conjoints.

1.2. Statut juridique

Le régime Préfon-Retraite est un contrat d'assurance souscrit par l'association Préfon auprès de CNP assurances qui en assure la gestion technique, administrative et financière. Il est, à ce titre, régi par l'article L.441 et suivants du code des assurances.

1.3. Gouvernance

Si CNP assurances est le gestionnaire technique et administratif du régime, sa gestion financière est assurée conjointement par CNP assurances et les trois compagnies co-assureurs du régime : AXA, Groupama et Allianz.

L'association Préfon est administrée par un conseil d'administration qui comprend – outre son Président ou son Secrétaire Général en exercice – 24 membres désignés par les organisations syndicales fondatrices et 5 personnalités qualifiées¹. Le conseil d'administration est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir au nom de l'association et faire ou autoriser tous actes et opérations permis à l'association et qui ne sont pas réservés à l'assemblée générale. Il peut notamment passer tout contrat entrant dans l'objet de l'association².

Le conseil d'administration nomme pour une durée de quatre ans parmi ses membres un bureau chargé de l'ensemble de la gestion de l'association, en conformité avec les directives du conseil d'administration³.

Les membres adhérents de l'association se réunissent par ailleurs chaque année en assemblée générale pour approuver les comptes de l'exercice et délibérer sur toutes questions d'intérêt général pour l'association et sur toutes celles qui lui sont soumises par le conseil d'administration, à l'exception de celles portant sur la modification des statuts⁴.

¹ Art.18 des statuts de l'association Préfon

² Art. 22 des statuts.

³ Art. 23 et 24 des statuts.

⁴ Titre II des statuts de l'association Préfon

1.4. Faits stylisés

Disposant de 11,4 Md€ de réserves, le régime Préfon-Retraite comptait au 31 décembre 2012 383 604 affiliés dont 271 552 cotisants et 112 052 allocataires. Le taux de rendement net moyen du régime sur les sept dernières années s'élevait à 4,54 %.

2. Règles prudentielles

2.1. Cadre prudentiel général

Le cadre prudentiel applicable au régime Préfon-Retraite dépend directement des contraintes réglementaires s'imposant aux organismes assureurs. L'article R332-2 du code des Assurances autorise les actifs suivants :

- ◆ valeurs mobilières et titres assimilés : obligations, titres participatifs, titres de créances négociables, actions, FCPR, SICAV ;
- ◆ actifs immobiliers : droits réels immobiliers, parts ou actions des sociétés à objet strictement financier ;
- ◆ prêts et dépôts : prêts obtenus ou garantis par les États membres de l'OCDE, prêts hypothécaires aux personnes physiques ou morales, autres prêts ou créances, dépôts.

Le code des Assurances prévoit également des contraintes quantitatives relatives aux placements admis en représentation des engagements réglementés. La valeur au bilan de chacune des catégories d'actifs énumérées ci-après ne peut ainsi excéder⁵ :

- ◆ 65 % pour les actions ;
- ◆ 40 % pour les actifs immobiliers ;
- ◆ 10 % pour les prêts et créances garanties (absence de plafond pour les obligations et autres titres de créances négociables) ;
- ◆ 10 % pour les actifs non cotés (actions et parts mentionnées aux 6°, 7° à 7° quater et au 9° quinquies de l'article R 332-2) ;
- ◆ 5 % pour les fonds de prêt à l'économie (FPE)⁶.

Enfin, les actifs doivent satisfaire à une dispersion individuelle suffisante des contreparties : les entreprises ne peuvent placer plus de 5 % de leurs actifs auprès d'une même contrepartie, 10 % sous certaines conditions. Ce ratio de dispersion est de 10 % pour un immeuble et, depuis 2004, de 1 % (contre 0,5 % auparavant) pour les actifs non cotés et certains fonds d'investissement.

⁵ Art. 332-3 du code des assurances.

⁶ Le décret n°2013-717 du 2 août 2013 autorise les compagnies d'assurance à investir dans des FPE investis dans des créances ou titres de créance ayant pour débiteur ou émetteur des collectivités publiques territoriales ou des établissements publics des États membres de l'Union européenne, ou des sociétés françaises ou européennes exerçant à titre principal une activité commerciale, industrielle, agricole ou immobilière. Ces fonds à vocation d'investissement à long terme bénéficient d'un traitement comptable plus favorable, proche de celui de l'article R. 332-19 du code des assurances, que les autres FPE qui restent soumis à l'article R. 332-20

Annexe IX

Les sociétés d'assurance doivent également disposer de réserves, appelées « provisions techniques », suffisantes pour assurer la couverture des engagements pris envers les assurés⁷. Dans le cas du régime Préfon, la principale provision, la provision mathématique théorique (PMT), correspond à une anticipation des rentes futures auxquelles l'assureur devra faire face lors de la liquidation de la retraite.

Bien qu'il réponde à un souci légitime de sécurisation de l'épargne des assurés, ce système de provisions tend cependant – au vu des modes de calcul actuels – à limiter la capacité d'investissement du régime Préfon-Retraite. De façon similaire, la comptabilisation, prévue par les normes IFRS, des actions à leur valeur de marché ainsi que les nouvelles règles envisagées par Solvabilité II en matière de calcul de solvabilité (sur la base d'un risque de défaut à horizon d'un an) incitent les assureurs à réduire leur exposition au risque en privilégiant la détention d'actifs sûrs et liquides.

Encadré 1 : Les règles prudentielles

Les règles prudentielles fixent aux organismes qu'elles concernent divers types de limites à l'emploi de leurs actifs, notamment :

- la définition des catégories d'actifs admissibles (certains types d'actifs étant ainsi exclus de l'univers d'investissement de l'organisme, soit du fait de leur nature même, soit du fait de certaines caractéristiques de leur émetteur, soit du fait du type de marché sur lequel ils sont émis) ;
- des limites par catégorie d'actifs : une même catégorie ne peut représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ;
- des limites par émetteur : les titres émis par un même émetteur ne peuvent pas représenter plus d'une part déterminée du portefeuille de l'organisme ;
- des ratios d'emprise : l'organisme ne peut pas détenir à lui seul plus d'une part déterminée des titres émis par un même acteur.

Source : Mission.

Tableau 1 : Règles prudentielles applicables à la Préfon

Nature du placement	Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur	Type de marché	Limite par catégorie	Limite par émetteur
Obligations et autres titres de créances négociables	les obligations, à taux fixe, à taux variable ou indexées, émises par des États ou des émetteurs privés, TCN, BMTN	OCDE	Cotées sur un marché réglementé (pays de l'EEE ou de l'OCDE)	≤100 %	
Actions	Actions UE	Siège social dans un pays de l'OCDE	Réglementé (pays de l'EEE ou de l'OCDE)	≤65 %	≤5 % (10 % sous certaines conditions)
Actifs immobiliers		OCDE		≤40 %	≤10 %
Prêts et créances garanties		OCDE	Réglementé (pays de l'EEE ou de l'OCDE)	≤10 %	≤5 % (10 % sous certaines conditions)

⁷ « Les engagements réglementés doivent, à toute époque, être représentés par des actifs équivalents », art R332-1 du code des assurances.

Annexe IX

Nature du placement	Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur	Type de marché	Limite par catégorie	Limite par émetteur
Actifs non coté	Actions non cotées, parts de FCPI, capital-investissement	Siège social dans un pays de l'OCDE	non précisé	≤10 %	≤1 %
FPE	Investissement dans les conditions prévues par le décret du 2 août 2013	UE		≤5 %	

Source : Mission IGF.

2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI

Le cadre prudentiel applicable aux actifs admis en représentation des engagements réglementés semble, à première vue, favorable au financement des PME/ETI dans la mesure où il admet l'investissement en non coté et ne prévoit pas de critères explicites de notation pour les titres d'entreprises. Au vu des ratios retenus, le régime Préfon-Retraite pourrait, en principe, investir jusqu'à 65 % de son actif en actions cotées, jusqu'à 10 % en non coté (capital-investissement, actions non cotées, FCT) et, depuis la réforme d'août 2013, jusqu'à 5 % dans des fonds de prêt à l'économie.

Toutefois, le mode de comptabilisation des actifs (normes IFRS) et de calcul des provisions (PMT, PTS) actuellement retenu ainsi que le système, prévu par Solvabilité II, de pondération de la charge en capitaux propres en fonction des risques et de la durée des actifs détenus paraissent, en l'état actuel, limiter la capacité du régime Préfon-retraite à investir dans des actifs finançant les PME/ETI.

Certaines provisions tendent, particulièrement, à restreindre l'investissement en capital-investissement et en actions de PME/ETI :

- ◆ la Provision pour Dépréciation Durable (PDD), qui vient en déduction de l'actif : lorsqu'une ligne de participation donnée d'un assureur affiche, pendant plus de 6 mois, une valeur inférieure à 80 % de la valeur nominale de l'actif, l'assureur doit examiner la valeur et, le plus souvent, passer une PDD qui ne peut généralement être reprise que lorsque la participation a retrouvé sa valeur historique ;
- ◆ la Provision pour Risque d'Éligibilité (PRE), qui est inscrite au passif : si la somme de la valeur des actions, de l'immobilier et des OPCVM (y compris les FCPR) se trouve être inférieure à la valeur historique, l'assureur doit passer une PRE ; celle-ci est susceptible de varier tous les ans en fonction de l'évolution des marchés.

Tableau 2 : Limites à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI dans la réglementation prudentielle applicable à la Préfon

Capital investissement	Actions PME/ETI	Dette PME/ETI	Autres freins réglementaires
Autorisé (dans la limite de 10 %)	Autorisé (dans la limite de 65 % pour les actions cotées et 10 % pour les actions non cotées)	Autorisé (pas de limite pour les obligations cotées, limite de 5 % pour les investissements en FPE)	Oui (provisions techniques, comptabilisation des actions à leur valeur de marché, pondération des actifs en fonction de leur liquidité et de leur risque)

Source : Mission IGF.

3. Analyse du passif

3.1. Nature du passif

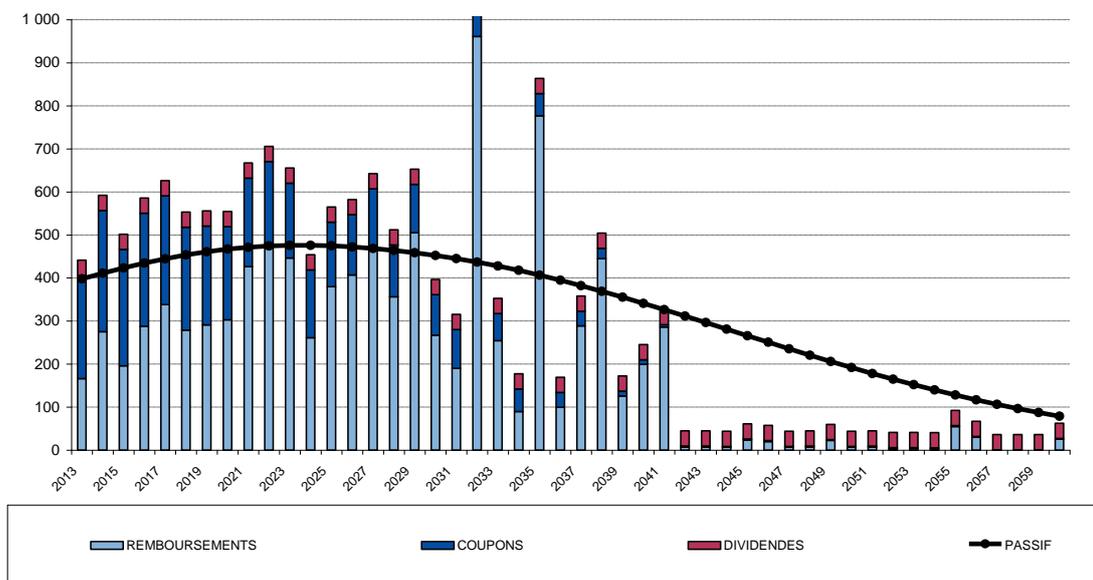
Préfon-Retraite est un régime en points qui sert une rente à vie. Les versements s'effectuent, sauf exceptions prévues par la loi, en rente viagère au moment de la liquidation. Conformément à l'article R. 441-19 du Code des assurances, la valeur de service du point ne peut pas diminuer. La rente à vie ne peut donc pas baisser et est revalorisable.

Le régime présente une certaine souplesse dans la mesure où il est possible, sans frais et à tout moment, d'interrompre ou de reprendre ses cotisations. Cette disposition rend en conséquence difficile une estimation précise de l'évolution des flux entrants du régime.

3.2. Evolution temporelle des flux de passif

Le régime présentait en 2012 un taux de couverture économique (rapport entre la valeur de marché de l'actif et la valeur économique du passif) de 114 %. Sur la base des hypothèses financières et des tables de mortalité retenues (la durée moyenne de service de la rente est estimée à 20,7 ans), le régime devrait être – si l'on exclut l'exercice 2024 - structurellement déficitaire à partir de 2030 (cf. graphique 1).

Graphique 1 : Échéancier des actifs de la Préfon face aux flux estimés du passif à horizon 2060



Source : Préfon.

3.3. Synthèse des contraintes de passif

Le régime Préfon-Retraite ne devrait pas souffrir de contraintes de liquidité à moyen terme au vu de sa structure excédentaire et du montant de ses réserves actuelles (11,4 Md€). Outre ces deux éléments, l'importante durée du passif (14,8 ans) permet également au régime de disposer d'un horizon d'investissement de moyen, voire long terme.

Tableau 3 : Contraintes de passif de la Préfon

Duration du passif (années)	Contrainte de liquidité
14,8 ans	Faible jusqu'en 2030

Source : Mission IGF.

4. Composition de l'actif

4.1. Allocation stratégique d'actifs et stratégie d'adossement actif/passif

Définie par les quatre assureurs et l'association, la stratégie d'investissement du régime Préfon-Retraite s'analyse comme un équilibre entre deux objectifs : maintenir à moyen terme le pouvoir d'achat des retraités et prévenir le risque de sous-couverture du régime.

La gestion financière du régime se doit ainsi d'assurer la disponibilité des liquidités suffisantes au paiement des échéances et tout en dégageant, sur le long terme, la performance nécessaire à la préservation du pouvoir d'achat des affiliés.

L'allocation stratégique du régime (exprimée sous la forme d'une fourchette d'allocation d'actifs) définit deux poches d'actifs censées chacune répondre à ces contraintes de passif :

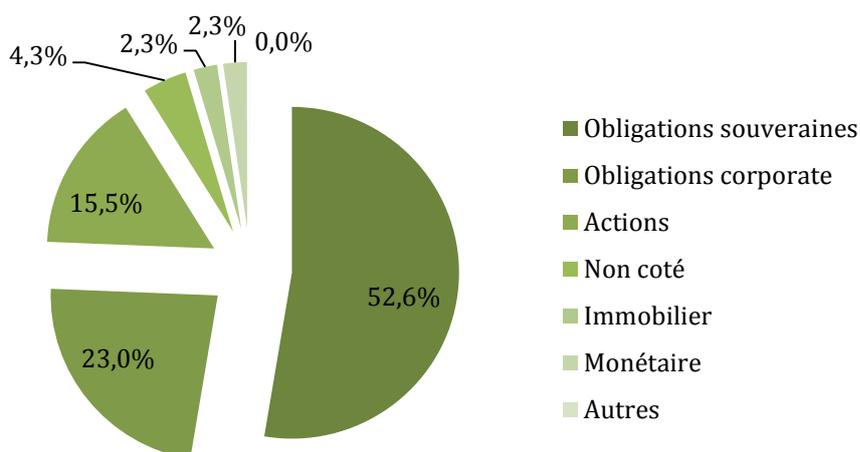
- ◆ Une poche privilégiant la sécurité et l'équilibre du régime (70 à 85 % du portefeuille), comprenant :
 - obligations à taux fixe (65 à 80 %) ;
 - obligations indexées sur l'inflation (6 à 12 %).
- ◆ Une poche de diversification (15 à 30 % du portefeuille), recherchant un supplément de rendement et acceptant une volatilité plus importante. Celle-ci est composée de la façon suivante :
 - actions et OPCVM actions (15 à 25 %) ;
 - convertibles/structurés actions (0 à 5 %) ;
 - gestion alternative, dont non coté (0 à 2 %) ;
 - immobilier/infrastructures (0 à 3 %).

4.2. Allocation effective des actifs au 31 décembre 2012

L'allocation des actifs de la Préfon reflète la préférence des assureurs pour les actifs sûrs et liquides. Le portefeuille était ainsi composé, au 31 décembre 2012, à 75,6 % d'obligations (52,6 % d'obligations souveraines et 23,0 % d'obligations *corporate*). Alors que les marges prévues dans l'allocation stratégique lui permettent d'investir jusqu'à 25 % de son actif en actions, la Préfon n'investit dans ces produits qu'à hauteur de 15,5 %. Il convient néanmoins de remarquer que la part de non coté excède les limites fixées par l'allocation stratégique (4,3 % alors que la marge retenue se situe entre 0 et 2 %)

Annexe IX

Tableau 4 : Allocation d'actifs de la Préfon au 31 décembre 2012



Source : Mission IGF, d'après les données fournies par la Préfon.

4.3. Contribution au financement de long terme des entreprises françaises

Encadré 2 : Définition des actifs contribuant au financement de long terme des entreprises françaises et au financement des PME/ETI françaises

La mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des entreprises françaises :

- les actions émises en France ;
- les obligations émises en France ;
- le capital investissement dans des entreprises ayant une activité en France.

Par ailleurs, la mission a considéré que les actifs suivants contribuaient au financement de long terme des PME/ETI françaises :

- les actions émises en France dans les compartiments B et C d'Euronext, ainsi que sur Alternext ;
- les obligations émises en France par des entreprises non cotées, ou cotées dans les compartiments B et C d'Euronext, ou cotées sur Alternext ;
- l'investissement en capital dans les entreprises non cotées.

Les informations sur la composition du portefeuille ont été fournies à la mission par chaque organisme, « en transparence » des fonds communs de placement (une action ou une obligation détenue au travers d'un fonds commun de placement a ainsi été comptabilisée dans la catégorie action ou obligation).

Source : Mission IGF.

Tableau 5 : Contribution des actifs de la Préfon au financement de l'économie française (montants en millions d'euros)

	Actions		Obligations		Capital investissement		Total	
	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs	Montant	Part des actifs
Grandes entreprises	829,0	7,3 %	947,98	8,3 %	-	-	1776,98	15,6 %
PME/ETI	35,45	0,3 %	82,67	0,7 %	126,64	1,1 %	244,76	2,1 %
Total France	864,45	7,6 %	1030,65	9,0 %	126,64	1,1 %	2021,74	17,7 %

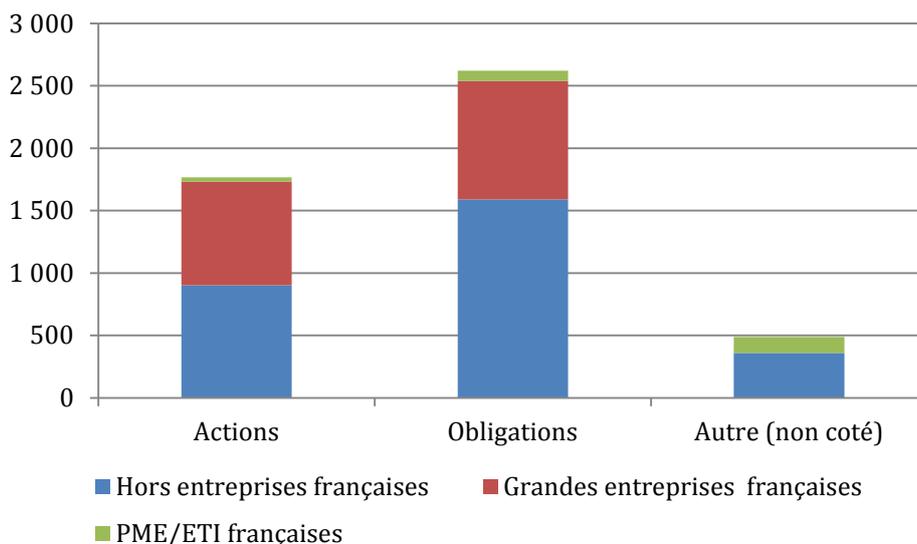
Source : Mission IGF, d'après les données fournies par la Préfon.

Annexe IX

Le régime Préfon-Retraite contribuait à hauteur de 17,7 % de son actif, soit 2,02 Md€, au financement des entreprises françaises en 2012. Bien que concentrés sur les grandes entreprises (1,77 Md€), les investissements réalisés par le régime bénéficient également aux PME/ETI françaises (244,76 M€, dont 35,45 M€ en actions, 82,67 M€ en obligations et 126,64 M€ en capital-investissement).

Si le portefeuille du régime contient autant d'actions françaises qu'étrangères, la comparaison des montants investis en obligations d'entreprises et, plus particulièrement, en capital-investissement montre que le régime investit davantage dans les entreprises étrangères.

Graphique 2 : Part des actifs de la Préfon qui finance les entreprises françaises



Source : Mission IGF, d'après les données fournies par la Préfon.

5. Marges de manœuvre pour augmenter la contribution au financement des PME/ETI françaises

Dans la mesure où le régime Préfon-Retraite mobilise déjà une part significative de son actif vers les PME/ETI françaises (2,1 %) et compte-tenu du renforcement attendu des contraintes prudentielles applicables aux assureurs (Solvabilité II), la capacité du régime à accroître sa contribution au financement des PME/ETI paraît limitée. Les assureurs ayant aujourd'hui tendance à réduire leur exposition au risque et à privilégier la détention d'actifs sûrs et liquides, l'enjeu réside ici moins dans le renforcement que dans le maintien, à moyen terme, de ce niveau d'investissement.

De façon similaire à l'ERAFP, le régime Préfon-Retraite présente pourtant une structure de passif qui lui permettrait, en principe, d'investir davantage dans les classes d'actifs permettant le financement des PME/ETI :

- ♦ de par sa nature (régime par capitalisation) et la durée de son passif (14,8 ans), le régime dispose d'un horizon d'investissement de moyen, voire de long terme qui l'autoriserait à investir dans des actifs dont la durée de détention est longue, notamment en capital-investissement ;
- ♦ l'absence à moyen terme de contrainte de liquidité (structure excédentaire jusqu'en 2030) et le montant des réserves actuelles (11,4 Md€) pourraient inciter le régime à investir une part de son actif dans des actifs peu liquides mais présentant de plus fortes perspectives de rendement (actions et obligations de PME/ETI).

Annexe IX

Tel qu'il résulte de l'article R333-2 du code des assurances, la cadre prudentiel applicable au régime Préfon-Retraite présente, à première vue, une certaine tolérance en matière d'actifs admissibles (pas d'interdiction du non coté, absence de critères de notation, ou de précisions concernant les marchés éligibles), le régime pouvant en théorie investir jusqu'à 65 % de son portefeuille en actions cotées, jusqu'à 10 % en non coté et jusqu'à 5 % dans des FPE. Toutefois, le mode de valorisation des actifs (normes IFRS) et de calcul des provisions (PMT, PTS) actuellement retenu ainsi que le système, prévu par Solvabilité II, de pondération de la charge en capitaux propres en fonction des risques et de la durée des actifs détenus incitent les assureurs à privilégier la détention de titres sûrs et liquides, au détriment des actifs finançant les PME/ETI, ceux-ci étant jugés trop volatils et trop coûteux en fonds propres.

Si la part investie dans le non coté (4,3 %) excède en 2012 celle initialement fixée par l'allocation stratégique (maximum de 2 %), la politique de placement du régime accorde de façon générale une part limitée aux actifs de performance, plus de 75 % du portefeuille étant investi en obligations contre seulement 15,5 % en actions. En dépit de cette situation, Préfon-Retraite demeure, parmi les régimes de retraite nationaux, l'un des premiers contributeurs au financement des PME/ETI françaises que ce soit en termes de montants investis (244,76 M€) ou en proportion de son actif (2,1 %).

Au vu de l'horizon de placement dont dispose le régime, il conviendrait, à tout le moins, de maintenir ce niveau d'allocation au cours des prochaines années. À défaut de pouvoir investir davantage en actions et en capital-investissement (ceux-ci présentant une volatilité et une illiquidité difficilement compatibles avec le cadre prudentiel actuel), il pourrait néanmoins être envisagé, en concertation avec l'association Préfon et les assureurs gestionnaires, d'accroître, dans la mesure du possible, le biais national dans les investissements futurs en capital-investissement et d'accroître la part des investissements en titres obligataires de PME/ETI. Tout en présentant des perspectives de rendement intéressantes, le recours aux fonds de prêts à l'économie permettrait à cet égard de limiter les risques encourus (expertise des équipes, dilution du risque, échéance de moyen terme) et d'orienter la destination géographique des investissements.

À titre d'exemple, le régime Préfon-Retraite pourrait, à réglementation constante et suivant l'allocation détaillée ci-après, réorienter entre 175 et 234 M€ vers des actifs finançant les PME/ETI françaises :

- ◆ entre 1,23 % et 1,73 % du montant total des actifs pourrait être investi en obligations de PME/ETI françaises en envisageant, en sus du niveau actuel (0,73 %), des investissements à hauteur de 0,5 % à 1 % en fonds de prêt à l'économie. Ceci représenterait un surcroît de financement de 59 à 118 M€ pour les PME/ETI françaises ;
- ◆ 116 M€, soit 1 % du total des actifs, pourraient être redéployés - à moyen terme et en fonction des échéances des participations actuelles - en fonds de capital-investissement français en envisageant, au sein de l'allocation actuelle (4,26 %), une distribution géographique égale entre fonds français et fonds étrangers, ce qui correspond au biais national constaté au sein de la poche « actions » de la Préfon (à fin 2012, 74 % des actifs en capital-investissement de la Préfon sont investis hors de France, ce qui correspond à un biais national significativement plus faible que pour les actions).

ANNEXE XI

Les gestionnaires de l'épargne salariale

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE DE LA STRUCTURE.....	1
1.1. Mission.....	1
1.2. Historique.....	2
1.3. Gouvernance	2
1.4. Faits stylisés	4
2. RÈGLES PRUDENTIELLES	4
2.1. Cadre prudentiel général	4
2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI	6
3. ANALYSE DU PASSIF	7
3.1. Nature du passif.....	7
3.2. Synthèse des contraintes de passif.....	8
4. COMPOSITION DE L'ACTIF	9
4.1. Allocation des actifs en épargne salariale au 31 décembre 2012	9
4.2. Contribution au financement des entreprises françaises.....	10
5. MARGES DE MANŒUVRE POUR AUGMENTER LA CONTRIBUTION AU FINANCEMENT DES PME/ETI FRANÇAISES.....	11

1. Présentation générale de la structure

1.1. Mission

L'épargne salariale désigne un ensemble de dispositifs de droit français permettant aux salariés d'être associés au fonctionnement et à la performance de leur entreprise tout en constituant une épargne de moyen-long terme avec l'aide de celle-ci, grâce aux abondements.

L'épargne salariale peut provenir de plusieurs sources :

- ◆ **la participation aux bénéfices.** Toutes les entreprises de plus de 50 salariés (ainsi que les établissements publics à caractère industriel et commercial et les personnes morales dont plus de la moitié du capital est détenue par l'Etat) ont l'obligation de distribuer à leurs salariés une partie de leur bénéfice, selon une formule fixée par la loi. La participation fait l'objet d'un accord entre l'entreprise et les salariés ou leurs représentants, qui fixe notamment son mode de répartition entre les salariés ;
- ◆ **l'intéressement.** Sa mise en place, facultative pour les entreprises, conduit à distribuer un montant de fonds prédéfini aux salariés en fonction de l'atteinte d'un objectif par l'entreprise, financier (chiffre d'affaires, bénéfice...) ou extra-financier (taux d'accidents du travail). L'intéressement fait également l'objet d'un accord entre l'entreprise et les salariés ou leurs représentants, qui fixe notamment la formule de calcul et les modalités de répartition ;
- ◆ **l'actionnariat salarié.** Celui-ci peut résulter de la distribution d'actions gratuites par l'entreprise à ses salariés, de l'acquisition d'actions avec décote à l'occasion d'une augmentation de capital réservée aux salariés, de l'attribution de stock-options, ou encore de l'achat direct de titres de l'entreprise.

Les sommes versées au titre des différents dispositifs d'épargne salariale peuvent recevoir quatre destinations distinctes :

- ◆ **la perception immédiate.** Les sommes issues de l'intéressement et de la participation peuvent être perçues immédiatement par les salariés (l'intéressement est immédiatement perçu par défaut, tandis que pour la participation, le salarié doit en faire la demande) ;
- ◆ **le versement sur un compte courant bloqué.** Les sommes issues de la participation (l'intéressement est exclu du dispositif) peuvent être versées sur un compte courant bloqué, directement géré par l'entreprise. Ces sommes sont intégrées à la trésorerie de l'entreprise et le salarié bénéficie en contrepartie d'un taux d'intérêt défini dans l'accord d'entreprise. Ce taux ne peut être inférieur au taux moyen du rendement des obligations des sociétés privées, publié chaque semestre (2,3 % au 17 juillet 2013) ;
- ◆ **le versement sur un plan d'épargne entreprise (PEE) ou interentreprises (PEI) ou de groupe (PEG).** Les salariés peuvent placer sur un PEE leur intéressement ou leur participation. Ils peuvent également y effectuer des versements volontaires, dans la limite de 25 % de leur salaire. Dans tous les cas, ils peuvent bénéficier d'un abondement de l'entreprise, dans les conditions prévues par l'accord conclu avec les partenaires sociaux et dans la limite de 300 % des versements du salarié, avec un plafond fixé pour 2012 à 2909,76 € (soit 8 % du plafond de la sécurité sociale) ;
- ◆ **le versement sur un plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO), d'entreprise ou interentreprises (PERCOI).** Comme le PEE, le PERCO peut recevoir l'intéressement, la participation ou des versements volontaires des salariés, avec un abondement de l'entreprise, dont le plafond est doublé par rapport à celui fixé pour le PEE (16 % du plafond de la sécurité sociale).

Seuls ces deux derniers dispositifs (PEE et PERCO), qui accueillent des fonds placés à moyen et long terme, font l'objet d'un examen détaillé dans la présente fiche.

Pour l'entreprise, le régime fiscal de l'intéressement et de la participation est essentiellement aligné avec celui du salaire (les montants versés au titre de l'intéressement et de la participation sont déductibles de l'assiette de l'impôt sur les sociétés). Les sommes versées dans le cadre de l'intéressement et de la participation n'ayant pas le caractère de rémunération, elles ne sont pas assujetties aux cotisations sociales, mais sont soumises à la CSG et à la CRDS et font par ailleurs l'objet du versement d'un forfait social par l'employeur, aujourd'hui au taux de 20 %.

Pour les bénéficiaires, le régime fiscal dépend du mode de perception de l'intéressement et de la participation :

- ◆ en cas de perception immédiate, les sommes versées sont soumises à l'impôt sur le revenu ;
- ◆ en cas de versement sur un plan d'épargne salariale, les sommes sont exonérées d'impôt sur le revenu pour leur bénéficiaire¹.

1.2. Historique

L'intéressement a été créé par l'ordonnance n° 59-126 du 7 janvier 1959. Sa diffusion à grande échelle n'est toutefois intervenue qu'à la suite de l'ordonnance du 21 octobre 1986, qui a instauré un lien entre l'intéressement et le plan d'épargne entreprise (PEE) et supprimé l'autorisation administrative préliminaire.

La participation a été créée par les ordonnances n° 67-693 et 67-694 du 17 août 1967 pour les entreprises de plus de 100 salariés, de même que les plans d'épargne entreprise, destinées à en devenir le réceptacle. Sa diffusion s'est accrue à la suite de la loi n° 90-1002 du 7 novembre 1990, qui a abaissé à 50 salariés le seuil instauré par les ordonnances de 1967 et rendu la participation obligatoire pour les entreprises dont la taille dépasse ce seuil.

La loi n° 2003-775 portant réforme des retraites complète les dispositifs existants par la création du PERCO.

1.3. Gouvernance

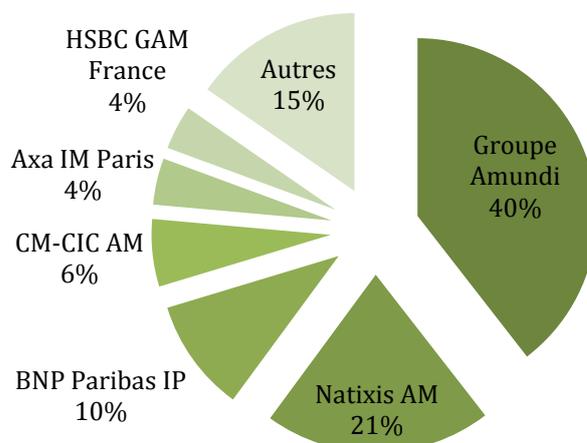
Les plans d'épargne salariale ne sont pas gérés directement par les entreprises qui les mettent en place : celles-ci ont l'obligation d'en confier la gestion à un délégataire, société de gestion, qui en assure le placement. La conservation des fonds est assurée par une société tierce, qui a le statut de teneur de compte conservateur de parts (TCCP).

Le marché de la gestion de fonds en épargne salariale est fortement concentré : les trois premiers acteurs (Amundi, Natixis asset management, BNP Paribas investment partners) représentent à eux seuls plus de 70 % du marché.

¹ Cette exonération concerne l'ensemble des sommes versées au titre de la participation ; dans le cas de l'intéressement, en revanche, elle est limitée à la moitié du plafond annuel de la sécurité sociale (PASS). Par ailleurs, les intérêts des placements issus de la participation sont également exonérés d'impôt sur le revenu. Il n'existe pas de dispositions similaires pour les intérêts des placements des sommes issues de l'intéressement.

Annexe XI

Graphique 1 : Part de marché des gestionnaires d'épargne salariale au 31 décembre 2012



Source : Mission IGF, d'après AFG.

Les fonds placés sur les PEE et les PERCO peuvent être placés dans trois types d'instruments :

- ◆ les FCPE, fonds communs de placement d'entreprise, véhicules de placement collectif spécifiques aux dispositifs d'épargne salariale, parmi lesquels on distingue :
 - les FCPE d'actionnariat salarié², investis en tout ou partie (pour plus de 30 % de leurs actifs) en titres de l'entreprise ;
 - les FCPE diversifiés³, proches des fonds d'investissement diversifiés de droit commun ;
- ◆ les SICAV AS, sociétés de placement à capital variable d'actionnariat salarié⁴ ;
- ◆ les SICAV, société de placement à capital variable, de droit français ou étranger.

En pratique, toutefois, les fonds sont investis à 98 % dans des FCPE.

Au sein de chaque entreprise qui met en place un plan d'épargne salariale, un règlement du plan est établi, qui prévoit notamment la liste des instruments de placement proposés, ainsi que leur notice lorsqu'il s'agit de parts ou actions de fonds communs de placement. Le choix des placements offerts est effectué par chaque entreprise, à partir des propositions faites par la société choisie pour assurer la gestion du plan d'épargne salariale.

Chaque salarié est libre de placer tout ou partie des fonds de son PEE et de son PERCO sur chacun des produits de placement proposés par l'entreprise.

² Relevant de l'article L.214-165 du code monétaire et financier

³ Relevant de l'article L.214-164 du code monétaire et financier

⁴ La SICAV d'actionnariat salarié (SICAV AS) a été introduite par la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale. Au 30 juin 2013, seule une SICAVAS été agréée par l'AMF selon les données de l'AFG (groupe Eiffage).

1.4. Faits stylisés

Selon la dernière étude publiée par la DARES⁵, en 2011, 56,5 % des salariés du secteur marchand non agricole, soit 8,8 millions de salariés, ont eu accès à au moins un dispositif de participation, d'intéressement ou d'épargne salariale. Près de 7,1 millions d'entre eux ont effectivement reçu une prime au titre de la participation ou de l'intéressement ou bénéficié d'un abondement de l'employeur sur les sommes qu'ils ont versées sur un PEE ou sur un PERCO. Avec 43,6 % de salariés couverts, la participation aux résultats de l'entreprise est le dispositif le plus répandu, devant le PEE (42,5 %) et l'intéressement (36,2 %). Le PERCO concerne, en 2011, 16,6 % des salariés.

Plus de 15,5 milliards d'euros ont été distribués au titre de l'exercice 2011 par les entreprises de 10 salariés ou plus, soit une baisse de 4,2 % en euros courants par rapport à 2010. Les sommes versées au titre de la participation et de l'intéressement reculent tandis que celles distribuées au titre de l'épargne salariale augmentent à nouveau, en lien, pour partie, avec la poursuite de la diffusion du Perco.

Le complément de rémunération procuré par l'ensemble des dispositifs s'élève en moyenne à 2274 euros par salarié bénéficiaire.

Participation, intéressement et épargne salariale sont concentrés dans les grandes entreprises et dans certains secteurs d'activité (énergie, activités financières et assurance). 89 % des salariés ayant accès à au moins un de ces dispositifs sont employés par des entreprises de 50 salariés ou plus.

Au 31 décembre 2012, l'encours total des fonds d'épargne salariale s'élevait à 95,3 Md€, dont 79,5 Md€ (83,5 % du total des encours) pour les PEE et PEI, 6,7 Md€ (7 %) pour les PERCO et PERCOI, et 9,1 Md€ (9,5 %) pour les comptes-courants bloqués.

2. Règles prudentielles

2.1. Cadre prudentiel général

Les règles applicables aux PEE et aux PERCO quant aux produits de placement qu'ils doivent proposer sont distinctes.

Pour les PEE, l'entreprise a l'obligation de proposer plusieurs instruments de placement, parmi lesquels doivent figurer au moins :

- ◆ un fonds diversifié, qui doit consister soit en actions de SICAV, soit en parts de FCPE dont l'actif est composé de valeurs mobilières, de liquidités, d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et de certains fonds d'investissement alternatifs (FIA) ;
- ◆ un fonds solidaire, dont l'actif est composé pour 5 à 10 % de titres émis par des entreprises solidaires agréés⁶, par certaines sociétés de capital-risque ou par certains fonds communs de placement à risques (dont l'actif doit être composé d'au moins 40 % de titres d'entreprises solidaires), le surplus étant composé comme l'actif d'un fonds diversifié.

⁵ *Participation, intéressement et épargne salariale en 2011*, DARES Analyses, novembre 2013

⁶ Les entreprises solidaires, définies à l'article L. 3332-17-1 du code du travail, sont des entreprises dont les titres de capital (lorsqu'ils existent) ne sont pas cotés et qui :

- soit emploient au moins 30% de salariés dans le cadre de contrats aidés ou en situation d'insertion professionnelle, dans les conditions prévues à l'article R. 3332-21-1 du code du travail ;

Annexe XI

Pour les PERCO, l'entreprise doit proposer le choix entre au moins trois organismes de placement collectifs présentant différents profils d'investissement. Il peut s'agir :

- ◆ d'OPCVM ;
- ◆ de fonds d'investissement à vocation générale ;
- ◆ de fonds de capital-investissement ;
- ◆ de fonds de fonds alternatifs ;
- ◆ de fonds déclarés et de fonds professionnels à vocation générale ;
- ◆ de FCPE, dont l'un au moins doit être un fonds solidaire.

Les FCPE éligibles au PERCO sont encadrés :

- ◆ les FCPE d'actionnariat salarié et les SICAVAS ne peuvent être détenus par le biais d'un PERCO ;
- ◆ les FCPE diversifiés ne peuvent détenir plus de 5 % de titres non cotés et 5 % de titres de l'entreprise ayant mis en place le plan (ou d'une entreprise du même groupe).

Par ailleurs, le règlement du PERCO doit offrir au participant la possibilité d'opter pour une allocation de l'épargne permettant de réduire progressivement les risques financiers⁷ (principe dit de « gestion pilotée »). Dans ce cas, l'allocation doit conduire à une augmentation progressive de la part d'actifs présentant un profil d'investissement à faible risque, ces derniers actifs représentant au moins 50 % des droits du participant deux ans au plus tard avant l'échéance de sortie du PERCO.

Comme indiqué *supra*, les fonds de l'épargne salariale, qu'il s'agisse des PEE ou des PERCO, sont essentiellement investis en FCPE. De ce fait, seule la réglementation prudentielle applicable aux FCPE fait l'objet d'une analyse dans la présente fiche.

Tableau 1 : Nature des fonds détenus sur des plans d'épargne salariale (en Md€)

Type de fonds	Nombre de fonds	Encours des fonds
FCPE	2118	97,3
SICAVAS	1	0,9
SICAV	46	0,3
SICAV de droit étranger	23	0,1
Total	2188	98,6

Source : Chiffres AFG au 30 juin 2013.

Les FCPE sont soumis aux règles prudentielles applicables aux FIA à vocation générale.

Encadré 1 : Les règles prudentielles applicables aux FIA à vocation générale

Les règles applicables aux FIA à vocation générale sont prévues par le code monétaire et financier (art. L. 214-24-55). Celui-ci précise en particulier :

- les règles d'éligibilité des actifs détenus (art. R. 214-32-16 à R. 214-32-28) ;
- les règles quant à leur liquidité (art. L. 214-7 pour les SICAV, L. 214-8 pour les FCP) ;
- les règles de dispersion des actifs détenus (art. R. 214-32-29 à R. 214-32-38). Il est en particulier interdit de détenir plus de 20 % de son actif en titres émis par une même entité (art. R. 214-32-29) ;
- règles d'évaluation du risque global lié aux contrats financiers (Comofi, art. R. 214-32-41).

Source : Mission IGF sur l'épargne salariale.

- soit, pour les associations, coopératives, mutuelles, institutions de prévoyance ou sociétés dont les dirigeants sont élus par les salariés, les adhérents ou les sociétaires, ont une politique salariale conduisant à ce que la moyenne des sommes versées, à l'exception des remboursements de frais, aux cinq salariés ou dirigeants les mieux rémunérés n'excède pas cinq fois le SMIC (art. R. 3332-21-2 du code du travail).

⁷ Art. 3334-11 du code du travail

Annexe XI

Dans le cadre de ces règles prudentielles, l'univers d'investissement de chaque FCPE est défini par son règlement, établi par la société qui en assure la gestion.

2.2. Limites prudentielles à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI

Sans entrer dans le détail des règles prudentielles complexes applicables aux FCPE, on peut observer, pour ce qui concerne leur application spécifique aux produits permettant le financement des PME et ETI, les éléments suivants :

- ◆ les FCPE peuvent investir en actions et obligations de PME et ETI, sans restrictions prudentielles particulières, si celles-ci sont cotées sur un marché réglementé (compartiments B et C d'Euronext, pour les PME et ETI françaises) ;
- ◆ une « poche » limitée à 10 % de leur actif leur permet de détenir notamment :
 - des titres financiers (actions et obligations) non cotés ;
 - des titres d'entreprises cotées sur Alternext (qui n'est pas un marché réglementé) ;
 - des parts de fonds de capital-investissement ;
- ◆ les FCPE doivent maintenir une liquidité suffisante afin de pouvoir racheter les parts ou actions des souscripteurs qui en feraient la demande.

Par ailleurs, des règles internes de gestion des risques propres à chacune des sociétés de gestion peuvent limiter leur capacité à investir dans certains types d'actifs. Les sociétés de gestion se fixent en particulier un « ratio d'emprise », qui ne leur permet pas de détenir, au travers de l'ensemble de leurs fonds, plus d'une part définie des titres d'une même entreprise. Elles peuvent également fixer des critères de liquidité des titres en portefeuille. Ceci peut rendre difficile l'investissement dans les PME et ETI cotées, dont la capitalisation et la liquidité des titres sont faibles⁸.

Tableau 2 : Limites à l'investissement en actifs contribuant au financement des PME/ETI dans la réglementation prudentielle applicable à (nom de l'organisme)

Capital investissement	Actions PME/ETI	Dettes PME/ETI	Autres freins réglementaires
Autorisé (10 %)	Autorisé (sauf Alternext limité à 10 %)	Autorisée (sauf dette non cotée limité à 10 %)	Ratios d'emprise et règles de liquidité

Source : Mission IGF.

⁸ A titre d'exemple, une grande société de gestion rencontrée par la mission a indiqué que ses règles internes ne lui permettaient pas d'investir en actions dans des entreprises en-deçà des 90 plus grandes sociétés cotées en France.

3. Analyse du passif

3.1. Nature du passif

Les contraintes de passif varient fortement entre les PEE et les PERCO.

Pour les PEE, les sommes qui y sont versées sont bloquées pour cinq ans. Les fonds placés sur les PERCO sont théoriquement bloqués jusqu'au départ à la retraite du salarié. La sortie du PERCO peut s'effectuer sous forme de rente viagère, ou en capital si l'accord conclu au sein de l'entreprise le prévoit. En pratique, la sortie en capital est très majoritaire, principalement pour des raisons fiscales.

La réglementation prévoit toutefois plusieurs circonstances dans lesquelles le salarié est autorisé à récupérer avant l'expiration du délai d'indisponibilité tout ou partie de ses avoirs placés sur un plan d'épargne salariale tout en conservant le bénéfice des exonérations fiscales et sociales⁹. Les possibilités de déblocage anticipé sont moins nombreuses pour le PERCO et ne se recoupent que partiellement avec le PEE.

Tableau 3 : Cas de déblocage anticipé de l'épargne salariale

Motif de déblocage	PEE/participation	PERCO
Mariage / PACS		
Naissance ou adoption (à partir du 3ème enfant)		
Divorce, jugement de séparation, dissolution du PACS (si garde d'au moins un enfant mineur)		
Invalidité (incapacité d'au moins 80 % du salarié, du conjoint ou d'un enfant)		
Décès (du salarié ou du conjoint)		
Cessation du contrat de travail (fin de CDD, démission, licenciement, retraite)		
Création ou reprise d'entreprise (par le salarié ou le conjoint)		
Acquisition de la résidence principale (ou remise en état à la suite d'une catastrophe naturelle)		
Agrandissement de la résidence principale		
Surendettement		
Jugement de liquidation judiciaire ou cession totale de l'entreprise		
Expiration des droits à l'assurance chômage		

Source : articles R. 3324-22 (participation), R. 3332-28 (PEE) R. 3334-4 (PERCO) du code du travail.

Les possibilités de déblocage anticipé sont assez largement utilisées par les épargnants, en particulier pour la participation et les avoirs détenus sur un PEE. Les chiffres des déblocages anticipés effectués en 2012 en témoignent :

- ◆ concernant le PEE et la participation : plus de 633 000 déblocages anticipés ont eu lieu pour un montant total débloqué de 3,6 Md€ ;
- ◆ concernant le PERCO : environ 29 000 déblocages anticipés ont eu lieu pour un montant total débloqué de 184 M€.

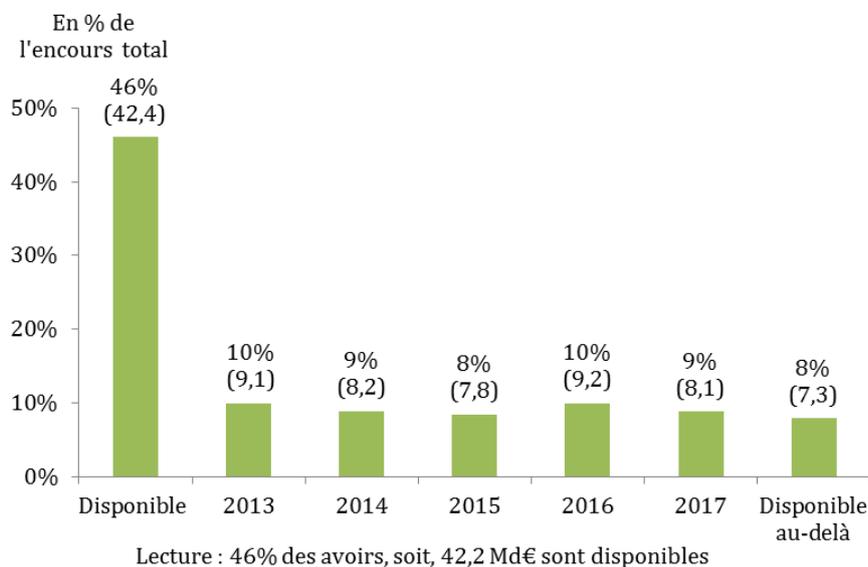
Le total des sommes débloquées de façon anticipée en 2012 (3,8 Md€) représente 4,0 % de l'encours d'épargne salariale en gestion.

⁹ Le principe de circonstances exceptionnelles justifiant une levée de l'indisponibilité des sommes de l'épargne salariale est fixé par la loi (articles L. 3324-10 pour la participation, L. 3332-25 pour le PEE et L. 3334-14 pour le PERCO). Les cas précis justifiant un déblocage anticipé sont déterminés par voie réglementaire (articles R. 3324-22 pour la participation, R. 3332-28 pour le PEE et R. 3334-4 pour le PERCO).

Annexe XI

Par ailleurs, près de la moitié des avoirs d'épargne salariale sont actuellement disponibles pour les salariés. Malgré la période d'indisponibilité des sommes de cinq ans pour le PEE et jusqu'à la retraite pour le PERCO, 46 % de l'encours de l'épargne salariale est potentiellement à la disposition des salariés. La durée moyenne de détention des avoirs d'épargne salariale n'est cependant pas connue.

Graphique 2 : Disponibilité des avoirs d'épargne salariale (au 31 décembre 2012)



Source : Mission IGF sur l'épargne salariale, d'après AFG.

On observe également que sur les dix dernières années, quatre débloques exceptionnels de l'épargne salariale ont été autorisés par le législateur. Les débloques exceptionnels ont porté sur des périmètres différents, des droits versés au titre de la participation d'une seule année avec la loi du 26 juillet 2005 à l'ensemble des droits affectés à un plan d'épargne salariale avec le dernier débloque en date de la loi du 28 juin 2013.

Au total, si l'on cumule les débloques anticipés et les sorties de fonds libres, les flux sortants des plans d'épargne salariale ont représenté en 2012 10,8 Md€ (soit 11,3 % du total des actifs), dont :

- ◆ 9,5 Md€ (12,4 % du total des actifs) pour le PEE ;
- ◆ 221 M€ (4,3 % du total des actifs) pour le PERCO.

3.2. Synthèse des contraintes de passif

Au total, les fonds d'épargne salariale font face aux contraintes de passif suivantes :

- ◆ un **horizon d'investissement** limité pour le PEE (durée de blocage à 5 ans), nettement plus long pour le PERCO (jusqu'à la retraite) ;
- ◆ une **contrainte de liquidité** forte pour le PEE (dans la mesure où les cas de débloque sont nombreux et près de la moitié de avoirs placé sur les PEE est détenue depuis plus de 5 ans, donc immédiatement disponible), mais beaucoup plus modérée pour le PERCO (avec des cas de débloque plus limités). Dans le cas du PERCO, la contrainte de liquidité est croissante à mesure que s'approche la date de départ à la retraite du salarié ;

Annexe XI

- ◆ **pas de contrainte généralisée sur la volatilité ou le rendement** des actifs en portefeuille (sauf dispositions spécifiques prévues par les règlements particuliers des FCPE).

Tableau 4 : Contraintes de passif pour les fonds d'épargne salariale

	Durée de blocage	Contrainte de liquidité	Contrainte de volatilité	Objectif de rendement
PEE	5 ans	Forte	Faible	Non défini
PERC O	Jusqu'à la retraite du bénéficiaire	Modérée	Faible	Non défini

Source : Mission IGF.

4. Composition de l'actif

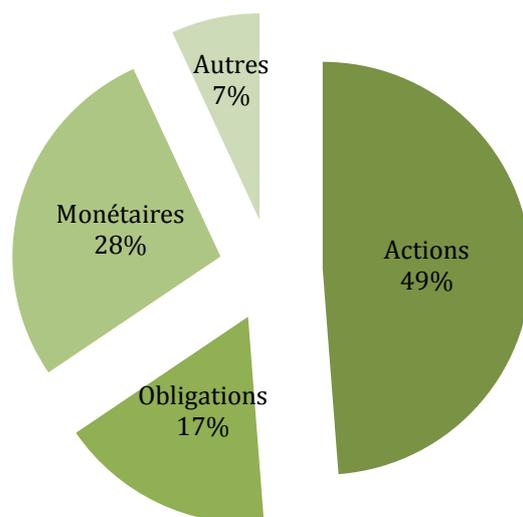
Par rapport aux autres organismes étudiés par la mission, le **cas de l'épargne salariale** est spécifique, dans la mesure où l'allocation des actifs des plans d'épargne salariale ne résulte pas, contrairement à ce qui se produit pour tous les autres acteurs étudiés, d'une analyse globale et centralisée d'adéquation entre actif et passif, mais d'une somme de décisions individuelles. En effet, l'allocation finale des fonds déposés sur les plans d'épargne salariale dépend :

- ◆ de la composition des fonds constitués par les sociétés gestionnaires de l'épargne salariale, qui proposent les fonds de leur « catalogue » aux entreprises souhaitant mettre en place un plan d'épargne salariale ;
- ◆ de la décision des entreprises quant à la sélection des fonds qu'elles vont proposer à leurs salariés, qu'il s'agisse de fonds préexistants offerts par une société de gestion, ou de fonds constitués « sur mesure » à la demande de l'entreprise ;
- ◆ de la décision des salariés, qui choisissent d'allouer leur épargne à l'un des fonds proposés par leur entreprise.

4.1. Allocation des actifs en épargne salariale au 31 décembre 2012

La mission n'a pas pu disposer de données agrégées harmonisées sur l'allocation d'actifs pour l'ensemble des plans d'épargne salariale. Toutefois, si l'on considère la composition des actifs des FCPE (qui représentent 98 % des actifs des plans d'épargne salariale), on observe que ceux-ci sont très fortement alloués en actions (49 %), et disposent d'un volume de liquidités important (28 % d'actifs monétaires), les obligations représentant une part plus réduite (17 %), de même que les autres classes d'actifs (7 %). La prédominance des actions s'explique notamment par l'existence des FCPE d'actionnariat salarié, qui représentent 37 % des encours des plans d'épargne salariale, et peuvent contenir 30 % à 100 % d'actions de l'entreprise qui a mis en place le plan d'épargne salariale.

Tableau 5 : Allocation d'actifs des fonds d'épargne salariale au 31 décembre 2012



Source : Mission IGF, d'après AFG et Banque de France.

4.2. Contribution au financement des entreprises françaises

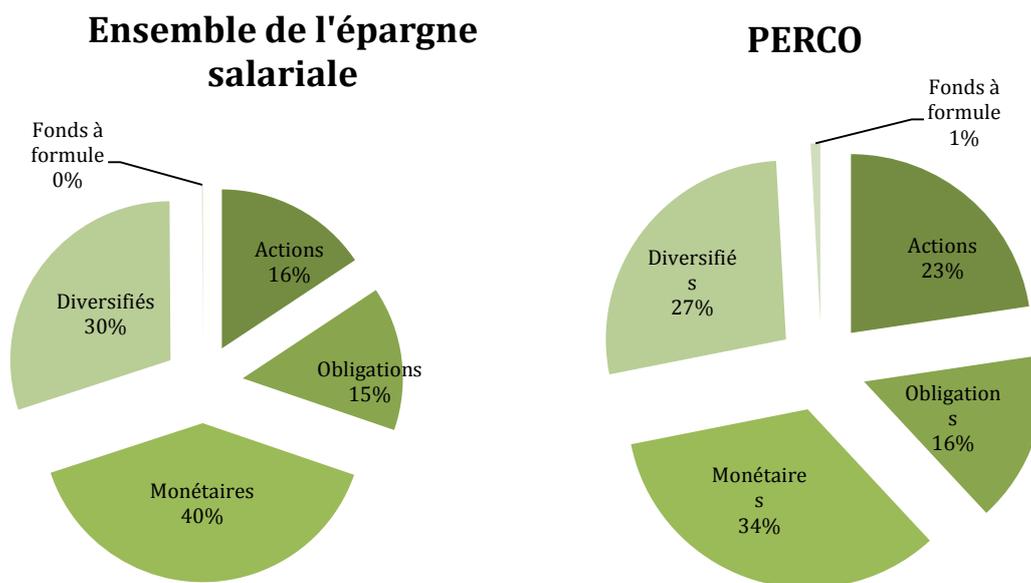
Les actifs des FCPE sont fortement concentrés sur la France : 81,5 % de l'ensemble des actifs détenus dans les FCPE au 31 décembre 2012 ont été émis en France. C'est en particulier le cas de 83,5 % des actions, et de 65,1 % des obligations (sans qu'il soit possible de distinguer entre les obligations d'entreprises et les obligations souveraines).

Cette particularité dans l'allocation d'actifs s'explique notamment par l'existence de FCPE d'actionnariat salarié, qui peuvent comprendre entre 30 % et 100 % de titres de l'entreprise qui a mis en place le plan d'épargne salariale. Ces FCPE rassemblent 37 % du total des actifs au sein des plans d'épargne salariale.

Le détail des actifs des FCPE dits « diversifiés » (hors FCPE d'actionnariat salarié) n'est pas disponible. Si l'on examine toutefois la nature de ces FCPE, selon la classification de l'AMF¹⁰, on constate que la majorité des fonds sont monétaires ou diversifiés, les fonds actions ne représentant qu'une faible part des actifs (16 %). Le constat est similaire si l'on considère les seuls PERCO, avec une part des FCPE actions toutefois légèrement supérieure (23 %).

¹⁰ La classification des OPCVM agréés par l'AMF résulte de l'instruction AMF n°2005-02 du 25 janvier 2005. Les OPCVM sont classés, selon leur stratégie d'investissement et la zone géographique de sélection de leurs actifs, en onze catégories au sein de six grandes familles (actions, obligations, monétaires, diversifiés, fonds à formule, fonds alternatifs). Ces OPCVM ne sont toutefois pas investis en totalité dans la classe d'actifs dont ils tirent leur nom (les OPCVM actions doivent être investis en actions à au moins 60%, les OPCVM obligataires peuvent également être investis en actions dans la limite de 10% de leurs actifs, etc.).

Graphique 3 : Répartition des FCPE « diversifiés » selon la classification AMF



Source : Mission, d'après AFG.

5. Marges de manœuvre pour augmenter la contribution au financement des PME/ETI françaises

La mission n'a pas pu disposer de données permettant d'évaluer précisément la part actuellement allouée, au sein des fonds d'épargne salariale, aux titres contribuant au financement des PME et ETI françaises.

Toutefois, il ressort des échanges conduits avec les gestionnaires d'épargne salariale que cette part est aujourd'hui très réduite, voire, pour certains gestionnaires, inexistante, au sein des FCPE « diversifiés ».

Cet état de fait s'explique largement :

- ◆ par la forte contrainte de liquidité qui s'exerce sur ces fonds, du fait de la durée de blocage limitée (pour le PEE) et des possibilités de déblocage anticipé ;
- ◆ par la préférence des salariés pour la sécurité, qui les conduit à allouer spontanément une part importante de leur épargne salariale sur des fonds peu risqués (notamment monétaires).

Le développement des actifs contribuant au financement des PME/ETI pourrait toutefois s'envisager, de manière modérée :

- ◆ au sein des fonds « dynamiques » proposés par les gestionnaires d'épargne salariale, dans une perspective de recherche de rendement, qui peut en outre être cohérente avec une démarche d'investissement socialement responsable. L'un des gestionnaires d'actifs rencontrés par la mission a ainsi indiqué avoir décidé d'inclure une part de titres non cotés (1 % environ) dans les fonds de sa gamme « investissement socialement responsable », pour un montant total de 15 M€ ;
- ◆ dans le cadre de la « gestion pilotée » des PERCO, qui conduit à privilégier des actifs plus risqués avec un rendement plus élevé lorsque le salarié est encore éloigné de son départ à la retraite, et à diminuer progressivement cette part à mesure que l'échéance se rapproche.

Dans cette perspective, il pourrait être envisagé :

Annexe XI

- ◆ d'inciter les gestionnaires d'épargne salariale à inclure des titres contribuant au financement de PME/ETI dans certains de leurs fonds, notamment ceux présentant un profil dynamique ;
- ◆ de sensibiliser le conseil intersyndical de l'épargne salariale (CIES) à l'enjeu du financement des PME/ETI, afin que cette dimension puisse être prise en compte dans la procédure d'octroi de sa certification aux fonds d'épargne salariale.

Par ailleurs, une diminution de la liquidité des fonds d'épargne salariale serait favorable au développement de ces actifs. A cet égard, il pourrait être opportun :

- ◆ de poursuivre les réflexions engagées sur la limitation des cas de déblocage anticipés de l'épargne salariale ;
- ◆ de renforcer l'incitation au placement des fonds sur le PERCO, dont l'horizon de placement est nettement plus long que celui du PEE.

ANNEXE XII

Note de la direction des affaires juridiques



MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE
ET DES FINANCES

MINISTÈRE
DU COMMERCE
ET EXTÉRIEUR

MINISTÈRE
DU REDRESSEMENT
PRODUCTIF

MINISTÈRE
DE L'ARTISANAT,
DU COMMERCE ET DU TOURISME

DIRECTION DES AFFAIRES JURIDIQUES

PARIS, LE 12 DEC. 2013

SOUS-DIRECTION « DROIT PUBLIC ET DROIT EUROPEEN ET INTERNATIONAL »

Bureau du droit européen et international

Affaire suivie par Aimée JEANNE

☎ : 01 44 97 27 93

aimee.jeanne@finances.gouv.fr

Bureau du droit public

Arnaud FEVRIER

N° COJU : 2013-10154-COJU

CAB N 1816

NOTE POUR L'INSPECTION GENERALE DES FINANCES

A L'ATTENTION DE M. VACHEY, INSPECTEUR GENERAL DES FINANCES

Objet : Fonds de financement de l'économie française

Réf. : Votre saisine du 05/11/2013, reçue le 05/11/2013, à échéance du 11/12/2013.

La mutualisation obligatoire des fonds des organismes concernés envisagée dans le scénario 1 serait probablement contraire à certains principes constitutionnels.

Les deux scénarii envisagés sont susceptibles de comporter des aides d'Etat.

Sous certaines conditions, le dispositif pourrait être compatible avec le droit de l'UE. A cet égard, il apparaît risqué de réserver le bénéfice du dispositif aux PME et ETI établies à titre principal en France et d'attribuer les mandats de gestion aux seules sociétés de gestion française.

Le scénario retenu devrait être, préalablement à sa mise en œuvre, notifié à la Commission européenne.

Dans le cadre de votre mission relative au fonds de financement de l'économie française (FFEF), vous envisagez deux principaux scénarii.

Aux termes du 1^{er} scénario, le fonds, qui aurait la qualité d'établissement public, serait adossé pour sa gestion opérationnelle à la CDC.

Les fonds des organismes concernés seraient mutualisés auprès du FFEF. Toutefois, les organismes demeureraient responsables du pilotage de leurs réserves et provisions et de la détermination de l'allocation stratégique des actifs.

Aux termes du second scénario, le fonds serait créé auprès de la BPI. Les organismes concernés demeureraient libres de participer à ce fonds.

Dans ce contexte, vous nous interrogez :

- au regard du 1^{er} scénario, sur la compatibilité du mécanisme envisagé avec la liberté d'entreprendre ;
- au regard des deux scénarii, sur les contraintes en matière d'aide d'Etat.

1. Le dispositif envisagé dans le scénario n° 1 pourrait être regardé comme méconnaissant des dispositions de nature constitutionnelle

1.1. Ce dispositif semble susceptible de porter des atteintes aux libertés d'entreprendre et contractuelle ainsi qu'au droit de propriété.

La liberté d'entreprendre comprend la liberté d'accéder à une profession ou à une activité économique ainsi que la liberté dans l'exercice de cette profession ou de l'activité¹.

En l'espèce, une atteinte portée à la liberté d'entreprendre des organismes mentionnés pourrait résulter :

- d'une part, de la privation de leur liberté de gestion de leurs réserves et provisions² ;
- d'autre part, de l'obligation de confier cette gestion à un établissement public.

Cette atteinte à la liberté d'entreprendre se doublerait d'une atteinte à la liberté contractuelle des organismes sus mentionnés dans la mesure où ils se verraient contraints de recourir à un mandataire et ne pourraient plus le choisir librement.

Enfin, le dispositif envisagé pourrait être regardé comme portant une atteinte au droit de propriété de ces organismes dès lors que ces derniers perdraient la possibilité de jouir pleinement de leurs actifs³.

Des atteintes à ces trois droits et libertés répondent, en l'espèce, à des mêmes considérations liées à une privation de la libre disposition des fonds et peuvent, de ce fait, faire l'objet d'une analyse commune⁴.

De telles atteintes paraissent devoir rester limitées, dans la mesure où les instances compétentes de ces organismes garderaient la maîtrise de leurs réserves et de leurs provisions en conservant le pilotage de l'allocation des actifs. La mutualisation des fonds ne déposséderait pas totalement les organismes mutualisés de leurs choix d'allocation de leurs actifs.

1.2 De telles atteintes, même limitées, semblent difficilement pouvoir se justifier par la poursuite d'un objectif d'intérêt général suffisant ou par des exigences de valeur constitutionnelle.

Il est loisible au législateur d'apporter aux libertés d'entreprendre et contractuelles des limitations dès lors qu'elles sont soit liées à des exigences constitutionnelles, soit justifiées par l'intérêt général, à la condition qu'il n'en résulte pas d'atteintes disproportionnées au regard de l'objectif poursuivi⁵. S'agissant de la conciliation entre deux principes de valeur constitutionnelle, le juge constitutionnel opère un contrôle du « déséquilibre manifeste »⁶.

En l'espèce, le dispositif envisagé poursuit un objectif d'intérêt général. En effet, les objectifs recherchés sont l'amélioration du financement des PME et des ETI françaises.

Toutefois, un problème de proportionnalité se pose. Le dispositif envisagé ne constitue pas un simple encadrement du droit de propriété mais une véritable limitation des droits et libertés concernés. Au surplus, on peut relever que d'autres dispositifs moins attentatoires aux libertés pourraient être envisagés, sous forme d'incitations ou d'options (cf. scénario 2).

Par ailleurs, aucune exigence de valeur constitutionnelle ne semble pouvoir justifier la mutualisation de la gestion de ces fonds. C'est ainsi que l'objectif de bon emploi des deniers publics ne pourrait trouver à s'appliquer en l'espèce.

Dès lors, compte tenu de l'importance des atteintes potentielles aux libertés d'entreprendre et contractuelles ainsi qu'au droit de propriété qu'un tel dispositif comporterait, il est possible que l'invocation de l'intérêt général qui s'y attacherait ne suffise pas à établir le rapport de proportionnalité qui permettrait sa validation

¹ Cons. const., déc. n° 2012-285 QPC du 30 nov. 2012, *M. Christian S.*, cons. 7.

² A cet égard, vous faites état de l'« allocation stratégique d'actifs » et certaines interrogations peuvent être soulevées quant à la liberté, pour les organismes visés, de déterminer librement ces allocations, notamment hors des secteurs « stratégiques ».

³ Le Conseil constitutionnel, après avoir détaché la liberté d'entreprendre du droit de propriété, accepte désormais d'examiner simultanément ces deux griefs : Cons. const., déc. n° 2000-436 DC du 7 déc. 2000, *loi relative à la solidarité et au renouvellement urbains*, cons. 19 et 20.

⁴ Le Conseil a déjà examiné des atteintes portées à la liberté d'entreprendre et à la liberté contractuelle : Cons. const., déc. n° 2012-242 QPC du 14 mai 2012, *Association Temps de Vie*, cons. 6 et 7.

⁵ Cons. const., déc. n° 2012-285 QPC précitée, cons. 6.

⁶ Cons. const., déc. n° 2003-489 DC du 29 déc. 2003, *loi de finances pour 2004*, cons. 33.

constitutionnelle. Il est probable que celle-ci ne pourrait passer que par un desserrement des contraintes s'attachant au dispositif.

2. Les deux scénarii pourraient comporter des aides d'Etat qui, sous certaines conditions, seraient compatibles avec le marché intérieur

2.1. A titre liminaire, le statut d'EPIC prévu pour le fonds dans le scénario 1 devrait être écarté

Il existe en effet un risque que, de manière générale, la Cour de justice confirme l'existence d'une aide d'Etat, sous forme de garantie implicite illimitée de l'Etat, au profit des EPIC, en raison de leur non soumission au droit commun du redressement et de la liquidation des entreprises en difficulté⁷.

2.2. Les conditions de qualification d'aides d'Etat seraient probablement remplies dans les deux scénarii

Une mesure constitue une aide d'Etat dès lors que les cinq conditions suivantes sont remplies :

- la mesure est financée par l'Etat ou au moyen de ressources d'Etat ;
- elle constitue un avantage pour les entreprises bénéficiaires ;
- elle est sélective ;
- elle affecte les échanges entre les Etats membres ;
- elle fausse ou est susceptible de fausser la concurrence.

Concernant les mesures d'investissements en capital-investissement, la Commission examine généralement l'existence d'une aide d'Etat et sa compatibilité à trois niveaux⁸ :

- l'aide aux investisseurs (en l'espèce, les organismes disposant de fonds placés à long terme) ;
- l'aide à un fonds d'investissement (en l'espèce, les prestataires de services d'investissement ou le fonds lui-même) ;
- l'aide aux entreprises dans lesquelles l'investissement est réalisé.

Compte tenu des informations fournies, il ne semble pas, *a priori*, que les organismes qui mutualiseraient leurs fonds auprès du FFEF bénéficieraient d'une aide d'Etat. Toutefois, dans le cadre d'une notification, la Commission examinerait si la mesure « *permet [aux] investisseurs de réaliser des investissements en fonds propres ou en quasi-fonds propres dans une entreprise ou un groupe d'entreprises à des conditions plus avantageuses qu'elles ne le seraient pour un investisseur public ou que si cet investissement avait été effectué en l'absence de cette mesure* ». Dans ces hypothèses, la Commission considérerait que les investisseurs - organismes mutualisant leurs fonds auprès du FFEF - bénéficient d'un avantage.

L'analyse au regard du second niveau pourrait varier selon le scénario envisagé. La question de l'aide d'Etat pourrait davantage se poser dans le scénario 1, imposant aux organismes concernés de mutualiser leurs réserves auprès du FFEF. Dans cette hypothèse, en effet, il est possible que le fonds bénéficie d'avantages qu'il n'obtiendrait pas si les organismes étaient libres de mutualiser, en fonction du rendement attendu.

En revanche, l'analyse semble devoir être la même dans les deux scénarii concernant les entreprises dans lesquelles l'investissement est réalisé. Les développements suivants se concentrent sur ce 3ème niveau.

2.2.1. La 1^{ère} condition (mesure financée par l'Etat ou au moyen de ressources d'Etat) est probablement remplie.

Même si les fonds mutualisés auprès du FFEF ne sont pas, *stricto sensu*, des fonds de l'Etat, la qualification de « ressources d'Etat » serait difficile à écarter.

Selon la jurisprudence de la Cour de justice, constituent des aides d'Etat les avantages accordés directement par l'Etat ainsi que ceux qui le sont par l'intermédiaire d'un organisme public ou privé, désigné par cet Etat.

Plus précisément, la Cour vérifie que deux conditions sont remplies :

⁷ CJUE, « La Poste » aff. C-559/12 P. L'avocat général a conclu à l'existence d'une telle aide d'Etat le 21 novembre 2013. L'arrêt de la Cour est attendu pour le premier trimestre 2014.

⁸ V. les lignes directrices concernant les aides d'Etat visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises (JO C 194 du 18.08.2006 p. 2). Ces lignes directrices cesseront de s'appliquer le 31 décembre 2013. De nouvelles lignes directrices sont en cours d'adoption.

1/ l'avantage est accordé directement ou indirectement au moyen de ressources d'Etat (critère du contrôle public) ;

2/ l'avantage est imputable à l'Etat.

Or, en l'espèce, même si les fonds ne sont pas d'origine étatique (par exemple, les fonds provenant des organismes de régimes de retraites complémentaires obligatoires proviennent des cotisants), il semble difficile de soutenir que ces deux conditions ne seraient pas satisfaites.

Contrairement au mécanisme examiné dans l'arrêt *Pearle*⁹, le mécanisme du FFEF serait imputable à l'Etat. Il s'inscrirait, en effet, dans le cadre d'une politique définie par les autorités publiques (notamment en ce qui concerne la destination des fonds).

En outre, si certains des organismes concernés par le FFEF sont placés sous l'autorité directe de l'Etat, leurs ressources affectées au fonds peuvent être assimilées à des ressources d'Etat. En tout état de cause, le fonds lui-même, en raison de sa gouvernance publique, pourrait être considéré comme étant sous contrôle public (CDC ou BPI), et donc à la disposition des autorités nationales.

2.2.2. 2ème condition : la mesure ne constituerait pas un avantage s'il apparaissait qu'un investisseur privé aurait pu réaliser l'investissement. S'agissant d'un régime, il apparaît toutefois difficile d'écarter, *a priori*, l'existence d'aides d'Etat

Une mesure ne constitue une aide d'Etat que si elle avantage l'entreprise bénéficiaire. Or, selon une jurisprudence constante, un apport de fonds dans une entreprise ne constitue pas un avantage pour l'entreprise bénéficiaire si cet apport est réalisé dans des circonstances qui seraient acceptables pour un investisseur privé opérant dans les conditions normales d'une économie de marché (« critère de l'investisseur privé en économie de marché »).

Afin de déterminer si l'apport respecte le critère de l'investisseur privé en économie de marché, il convient :

- d'examiner la situation de l'entreprise (l'opération est-elle appropriée et prudente compte tenu de la situation de l'entreprise ?) ;
- de déterminer si le taux de rentabilité attendu de l'investissement est suffisant eu égard au taux qui serait accepté par un investisseur privé¹⁰.

S'agissant d'un régime, il ne peut être déterminé par avance si ce critère sera rempli pour chaque décision d'investissement. Dès lors, il est recommandé de notifier le dispositif en appliquant les lignes directrices concernant les aides d'Etat visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises¹¹ (cf. point 2.3).

2.2.3. 3ème condition : la mesure apparaît sélective. **Réserver le bénéfice du dispositif aux entreprises établies en France pourrait, par ailleurs, en affecter la compatibilité avec le marché intérieur**

Les investissements réalisés au travers du fonds seraient destinés aux PME et aux ETI implantées en France.

La circonstance que seules les PME et les ETI puissent bénéficier des investissements rend le dispositif sélectif.

Concernant la condition d'implantation en France, il importerait de la préciser. En effet, s'il s'agit d'exclure du dispositif toutes les PME ou ETI non établies à titre principal en France, le dispositif pourrait être contesté à un double titre.

Tout d'abord, il pourrait être considéré que celui-ci porte atteinte à la libre circulation des capitaux des investisseurs. La Cour de justice a, en effet, déjà qualifié des mesures limitant les possibilités d'investissement de fonds en dehors du territoire national de restrictions à la libre circulation des capitaux¹².

Elle pourrait également porter atteinte à la liberté d'établissement des entreprises cibles, celle-ci comprenant, pour les sociétés constituées en conformité avec la législation d'un État membre et ayant leur siège statutaire,

⁹ CJCE, 15 juillet 2004, *Pearle BV*, aff. C-345/02.

¹⁰ V. not. la décision de la Commission du 20 avril 2011 concernant l'aide présumée en faveur de l'entreprise Trèves C 4/10 mise à exécution par la République française (JO L 274 du 19/10/2011 p. 1)

¹¹ JO C 194 du 18.8.2006, p. 2.

¹² V. par ex. CJUE, 21 décembre 2011, *Commission c/ Pologne*, aff. C-271/09.

leur administration centrale ou leur principal établissement à l'intérieur de la Communauté, le droit d'exercer leur activité dans l'État membre concerné par l'intermédiaire d'une filiale, d'une succursale ou d'une agence¹³.

Ensuite, si une atteinte à la libre circulation des capitaux ou à la liberté d'établissement était alléguée ou constatée, cette circonstance pourrait affecter la compatibilité du dispositif avec le droit des aides d'Etat. En effet, une aide d'État qui, par certaines de ses modalités, viole d'autres dispositions du traité ne peut, en principe, être déclarée compatible avec le marché intérieur par la Commission¹⁴. Tel n'est, en principe, pas le cas si l'atteinte est justifiée et en rapport avec la finalité de l'aide.

En revanche, le risque d'incompatibilité du dispositif sur ce fondement apparaîtrait plus limité si le champ des bénéficiaires s'étendait à l'ensemble des entreprises exerçant une activité économique en France, même si leur siège social est situé ailleurs. En effet, il ressort de la pratique décisionnelle de la Commission que de tels dispositifs ont déjà été déclarés compatibles avec le traité s'ils remplissaient, par ailleurs, les conditions posées par les lignes directrices relatives au capital-investissement¹⁵.

2.2.4. 4ème et 5ème conditions : la mesure serait a priori susceptible d'affecter les échanges entre les Etats et la concurrence intra-communautaire

Ces conditions sont très largement entendues. Il n'est, en effet, pas nécessaire de démontrer que la mesure affecte, en pratique, les échanges et la concurrence. Un simple effet potentiel suffit pour considérer que ces conditions sont remplies.

En conséquence, sauf dans les cas relevant des aides *de minimis*, le dispositif remplirait ces conditions¹⁶.

2.3. Le dispositif pourrait être considéré comme compatible avec le marché intérieur si certaines conditions sont remplies. Une notification du dispositif auprès de la Commission européenne permettrait de s'assurer que celui-ci est conforme aux exigences posées par celle-ci

Le règlement général d'exemption par catégorie énumère les conditions dans lesquelles les aides sous forme de capital-investissement sont présumées compatibles avec le marché intérieur et dispensées de notification¹⁷. Ce règlement est en cours de révision.

Par ailleurs, dans ses lignes directrices de 2006, la Commission détaille les critères qu'elle applique pour évaluer la compatibilité des mesures de capital-investissement.

Si l'ensemble des conditions de la section 4 sont remplies, la Commission procède à une appréciation rapide de l'aide. Parmi ces conditions, figurent notamment :

- une condition relative au niveau maximum des tranches d'investissement ;
- des restrictions concernant les phases de développement des entreprises pouvant être financées ;
- des conditions relatives au niveau de participation des investisseurs privés.

Si les conditions de la section 4 ne sont pas remplies, la Commission procède à une analyse plus détaillée dont les critères sont décrits à la section 5.

Il peut être relevé que cette section comporte des indications relatives aux sociétés de gestion. La Commission précise, en effet, qu'elle « *considérera comme un élément positif le fait que la mesure ou le fonds de capital-investissement soit géré par des professionnels issus du secteur privé ou par des professionnels indépendants choisis en vertu d'une procédure transparente et non discriminatoire, idéalement par appel d'offres ouvert* [...] »¹⁸.

¹³ CJCE, 19 septembre 2000, *Allemagne c/ Commission*, aff. C-156/98.

¹⁴ V. not. les conclusions de l'AG Kokott sous l'arrêt CJCE, 25 octobre 2007, *Geurts et Vogten*, aff. C-464/05. Selon l'AG, la mesure litigieuse - un avantage fiscal réservé aux sociétés familiales employant des travailleurs dans la région concernée - portait atteinte à la liberté d'établissement et était susceptible de constituer une aide d'Etat incompatible avec le marché intérieur.

¹⁵ V. aide d'Etat SA.31730 (2011/N) - France - Fonds national d'amorçage - Régime cadre d'intervention publique en capital investissement auprès des jeunes entreprises innovantes.

¹⁶ V. pt 3.3. des lignes directrices.

¹⁷ V. article 29 du RGEC (JO L 214 du 9.8.2008, p. 30).

¹⁸ Pt 5.2.3.1. des lignes directrices.

De même, au regard de l'appréciation de la proportionnalité de la mesure, elle prend en compte les modalités de sélection des gestionnaires¹⁹.

En tout état de cause, compte tenu du critère de non discrimination, il est déconseillé de réserver, *a priori*, les mandats de gestion à des sociétés de gestion établies en France, d'autant qu'une telle exigence pourrait être contestée au regard de la libre prestation de services.

Dans la mesure où ces lignes directrices sont appelées à être remplacées dans un délai très court, il importera de se conformer aux nouvelles lignes directrices.

Une notification du dispositif à la Commission européenne, dès lors que ses principales caractéristiques auront été établies, devra être envisagée.

Le directeur des affaires juridiques



Jean MAIA

¹⁹ Pt 5.2.4. des lignes directrices.

**Observations sur la soumission aux règles de la commande publique
du service de gestion des actifs des caisses de retraite complémentaire**

Par courriel en date du 23 janvier, vous nous avez saisis d'une question relative à la possibilité d'exclure du champ d'application du code des marchés publics la gestion des actifs des caisses de retraite complémentaire et de confier cette mission à la Caisse des dépôts et consignations.

Vous considérez que « *la Caisse des Dépôts apparaît comme l'institution la mieux à même d'assurer une gestion mutualisée de ces réserves, en raison de son statut public et spécifique, de sa longue expérience de gestionnaire pour compte de tiers et de la qualité de son infrastructure de gestion* ».

Cette hypothèse appelle de notre part les observations suivantes :

1. Les marchés des caisses de retraite complémentaire sont soit soumis à l'article L.124-4 du code de sécurité sociale et à l'arrêté du 16 juin 2008 portant réglementation sur les marchés des organismes de sécurité sociale soit susceptibles d'être soumis à l'ordonnance n°2005-649 relative aux marchés passés par certaines personnes publiques ou privées non soumises au code des marchés publics.

Les institutions de retraite complémentaire sont des personnes morales de droit privé à but non lucratif qui remplissent une mission d'intérêt général. Elles sont administrées paritairement par des membres adhérents et des membres participants ou par leurs représentants et sont autorisées à fonctionner par arrêté du ministre chargé de la sécurité sociale.

L'article L. 124-4 du code de la sécurité sociale dispose que « *les travaux, les fournitures, les prestations intellectuelles et les services pour le compte des organismes de droit privé jouissant de la personnalité civile assurant en tout ou partie la gestion d'un régime légalement obligatoire d'assurance contre la maladie, la maternité, la vieillesse, l'invalidité, le décès, le veuvage, les accidents du travail et les maladies professionnelles ou de prestations familiales, ainsi que des unions ou fédérations desdits organismes, font l'objet de marchés dont le mode de passation et les conditions d'exécution respectent les garanties prévues en matière de marchés de l'Etat.* »

L'arrêté du 16 juin 2008 portant réglementation sur les marchés des organismes de sécurité sociale, pris en application notamment de l'article L.124-4 du code de la sécurité sociale, précise que les dispositions législatives et réglementaires relatives aux conditions de passation et d'exécution des marchés publics et des accords-cadres de l'Etat et de ses établissements publics sont applicables aux organismes mentionnés à l'article 1er dudit arrêté.

Les caisses de retraite complémentaire qui ne seraient pas dans le champ d'application de l'article L. 124-4 du code de la sécurité sociale, qui est opposable aux seuls organismes gérant en tout ou partie un régime légalement **obligatoire**, peuvent être qualifiées de pouvoirs adjudicateurs soumis à l'ordonnance n°2005-649 du 6 juin 2005 relative aux marchés passés par certaines personnes publiques ou privées non soumises au code des marchés publics. Il convient pour chacune de ces caisses de retraite de vérifier si elles peuvent être qualifiées d'organisme de droit privé doté de la personnalité juridique créé spécifiquement pour satisfaire un besoin d'intérêt général dont :

- soit l'activité est financée par un pouvoir adjudicateur soumis au code des marchés publics ou à l'ordonnance,
- soit la gestion est soumise à un contrôle par un pouvoir adjudicateur soumis au CMP ou à l'ordonnance¹,

¹ Rapport de l'Inspection générale des affaires sociales « Contrôle des placements de régimes de retraite complémentaire obligatoires », juin 2013.

- soit l'organe d'administration, de direction ou de surveillance est composé de membres dont plus de la moitié sont désignées par un pouvoir adjudicateur soumis au CMP ou à l'ordonnance.

2. La gestion de régimes de retraite complémentaire et la gestion de leurs actifs sont des activités économiques soumises aux règles de la commande publique.

La Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) distingue les régimes de sécurité sociale appartenant au premier pilier, c'est-à-dire les régimes de base obligatoires qui ne sont pas considérés comme des activités à caractère économique et les régimes du deuxième pilier, souvent facultatifs, qui sont en principe soumis aux règles de concurrence.

Si les organismes gérant des régimes de retraite de base obligatoires ne sont pas des entreprises soumises aux règles de concurrence en droit de l'Union européenne, les organismes gérant des régimes de retraite complémentaires sont, en principe, considérés comme des entreprises soumises à ces règles.

La Cour a jugé qu'un organisme à but non lucratif, gérant un régime d'assurance vieillesse complémentaire destiné à compléter un régime obligatoire de base, institué à titre facultatif, fonctionnant selon le principe de la capitalisation, exerçait une activité économique malgré la présence de certains éléments de solidarité (CJCE, 16 novembre 1995, *FFSA*, aff. C-244/94).

Constitue une activité économique la gestion d'un régime de retraite fonctionnant selon le principe de la capitalisation, et fournissant des prestations dépendantes des résultats financiers des placements effectués par l'organisme qui en est chargé, quand bien même cette activité ne poursuivrait pas un but lucratif et comporterait plusieurs éléments de solidarité (CJCE, 21 septembre 1999, *Albany*, aff. C-67/96).

Eu égard aux éléments pris en considération par la CJUE pour qualifier d'activité économique la gestion d'un régime de retraite complémentaire, la qualification d'activité économique soumise aux règles de la commande publique de la seule gestion d'actifs d'un tel régime ne fait pas de doute.

Il est envisagé d'attribuer la gestion de ces actifs directement à la Caisse des dépôts et consignations.

La Cour admet, par dérogation aux règles du traité (article 106 TFUE), que les pouvoirs publics puissent conférer des droits exclusifs à certains de ces organismes. L'hypothèse de l'attribution d'un droit exclusif à la CDC pourrait permettre aux caisses de retraite complémentaire de bénéficier de la dérogation prévue au 2° de l'article 3 du CMP sous réserve d'une analyse complémentaire en réponse à une saisine présentant tous les éléments circonstanciés permettant l'examen du sujet.

En l'état du droit actuel et des éléments portés à notre connaissance, les marchés ayant pour objet de confier à des opérateurs économiques la gestion des actifs des régimes de retraite complémentaire sont soumis aux règles de la commande publique et doivent respecter les dispositions du CMP (ou de l'ordonnance pour certaines caisses).

Le code des marchés publics exclut cependant de son champ d'application les marchés ou accords-cadres correspondant à des situations de quasi-régie. Le 1° de l'article 3 du code des marchés publics dispose que les dispositions du code « *ne sont pas applicables aux marchés et accords-cadres conclus entre un pouvoir adjudicateur et un cocontractant sur lequel il exerce un contrôle comparable à celui qu'il exerce sur ses propres services et qui réalise l'essentiel de ses activités pour lui à condition que, même si ce cocontractant n'est pas un pouvoir adjudicateur, il applique, pour répondre à ses besoins propres, les règles de passation des marchés prévues par le présent code ou par l'ordonnance n° 2005-649 du 6 juin 2005* ». Ces dispositions sont reprises, pour les pouvoirs adjudicateurs, à l'article 23 de l'ordonnance du 6 juin 2005. Il semble en l'espèce et sans qu'il soit besoin d'examiner les autres

conditions précitées, que le critère du contrôle ne puisse pas être satisfait. En effet, il ne semble pas pouvoir exister de lien de contrôle comparable à celui exercé sur leurs propres services entre les institutions de caisse de retraite complémentaire et la CDC.

3. L'exclusion prévue au 5° de l'article 3 du code des marchés publics ne peut jouer pour la délégation de gestion d'actifs des caisses de retraite complémentaire.

Les marchés publics ayant pour objet des services financiers tels que les services d'assurances et les services bancaires et d'investissement sont en principe soumis, en ce qui concerne leur passation, aux règles de la commande publique. Cette règle connaît toutefois une exception prévue par le 5° de l'article 3 du CMP.

Cette disposition exclut du champ d'application du code certains services financiers : « *les accords-cadres et marchés de services financiers relatifs à l'émission, à l'achat, à la vente et au transfert de titres ou d'autres instruments financiers, en particulier les opérations d'approvisionnement en argent ou en capital des pouvoirs adjudicateurs ou des entités adjudicatrices, sous réserve des dispositions du 3°* ». Le code reprend ainsi l'exclusion prévue au d) de l'article 16 de la directive 2004/18/CE du 31 mars 2004 relative à la coordination des procédures de passation de marchés publics de travaux, de fournitures et de services. Cette exclusion est également reprise au 1° du II de l'article 7 de l'ordonnance de 2005.

Les services de gestion des actifs des caisses paraissent distincts de ceux relatifs à l'achat et la vente directe d'instruments financiers. La délégation par les caisses de retraite complémentaire de la gestion de leurs actifs ne concerne pas en effet l'achat d'instruments financiers mais la sélection d'un gestionnaire, c'est-à-dire d'un prestataire de services qui va créer un produit financier ou gérer des titres au travers d'un mandat de gestion.

Aussi, sous réserve d'une analyse approfondie au vu d'éléments complémentaires sur la portée de ces services, la sélection d'un gérant d'actifs ne paraît pas entrer dans le champ de l'exclusion du 5° de l'article 3. Dans le cadre de sa gestion déléguée, les caisses de retraite complémentaire devront donc se soumettre, pour choisir leur gestionnaire d'actif, aux règles de publicité et de mise en concurrence prévues par le droit de la commande publique. Les marchés de services de gestion de portefeuille sont des marchés de services soumis à la directive et, partant, au code des marchés publics².

Les sociétés de gestion de portefeuille sont des sociétés agréées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour fournir le service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers. L'AMF précise que ce sont des entreprises d'investissement qui exercent à titre principal une activité de gestion sous mandat ou qui exercent une activité de gestion collective³. La délégation de gestion est ainsi fondée sur un mandat portant sur les opérations d'achat et de vente des actifs ainsi que les autres

² La CDC, organisme soumis à l'ordonnance n°2005-649 a, par exemple, effectué une mise en concurrence pour acheter des OPCVM en vue de placements liés à la trésorerie des fonds et régimes de retraite. L'un des critères retenus portait sur les coûts de gestion et le marché a été attribué à la Banque postale (Avis n°11-16767 publié le 25 novembre 2011, BOAMP n°17C, annonce n°74).

³ Ce sont des entreprises d'investissement qui exercent à titre principal une activité de gestion sous mandat ou qui exercent une activité de gestion collective (article L. 532-9 du code monétaire et financier).

- La gestion de portefeuille pour le compte de tiers (ou gestion sous mandat) consiste à gérer des portefeuilles individuels d'instruments financiers pour le compte de clients, qu'il s'agisse par exemple de clients particuliers ou d'investisseurs institutionnels. Un mandat de gestion est conclu entre la société de gestion et son client.

- La gestion collective ou gestion de placements collectifs (en particulier OPCVM ou FIA) consiste schématiquement à gérer des portefeuilles collectifs. Un placement collectif est constitué des sommes mises en commun par des investisseurs et gérées pour leur compte par un gestionnaire de portefeuille. Ce dernier utilise ces sommes pour acquérir des instruments financiers, par exemple des actions ou des obligations en fonction de ses objectifs. Des parts ou des actions représentant une quote-part de l'avoir du placement collectif sont émises, en contrepartie des sommes versées dans le placement collectif (cf. site de l'AMF).

opérations relatives à leur gestion. Sont ainsi agréées quelques 400 sociétés de gestion agréées dont BpiFrance Investissement, CDC Climat Asset Management, CDC Entreprises valeurs moyennes.

A titre d'exemple, l'ERAFP, pour la mise en œuvre de la gestion déléguée des actifs éligibles, sélectionne et mandate, par le biais de marchés publics, des sociétés agréées par l'Autorité des marchés financiers comme sociétés de gestion de portefeuille. Le titulaire, en sa qualité de mandataire, est chargé de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers.

4. Les conditions de recours à l'article 35-II 8° du code des marchés publics ne paraissent pas réunies.

Les dispositions de l'article 35-II 8° du code prévoient que peuvent être passés sans publicité préalable et sans mise en concurrence « *les marchés qui ne peuvent être confiés qu'à un opérateur économique déterminé pour des raisons techniques, artistiques ou tenant à la protection de droits d'exclusivité* ».

Le recours à cette catégorie de marchés négociés sans publicité préalable ni mise en concurrence n'est possible qu'à deux conditions, qui sont cumulatives :

- un seul fournisseur est susceptible d'effectuer la prestation en cause ;
- et les besoins de l'acheteur public ne peuvent être satisfaits que par cette seule prestation.

La légalité du recours à cette procédure négociée étant examinée au cas par cas, il n'existe pas de définition particulière pour les « raisons techniques » visées par l'article 35-II 8° du CMP. Il appartient à l'acheteur public de démontrer que les conditions posées par cette disposition sont réunies. La CJUE a, en effet, jugé que les raisons techniques justifiant le recours à cette procédure doivent être démontrées par le pouvoir adjudicateur (CJCE, 14 septembre 2004, *Commission c/ République italienne*, aff. n° C-385/02). La Cour rappelle dans cet arrêt que les dispositions qui « *autorisent des dérogations aux règles visant à garantir l'effectivité des droits reconnus par le traité CE dans le secteur des marchés publics (...), doivent faire l'objet d'une interprétation stricte* ».

Compte tenu du caractère dérogatoire de la procédure concernée, les justifications fournies doivent reposer sur des bases objectives. Le pouvoir adjudicateur qui applique cette procédure doit donc être en mesure d'apporter au juge la preuve que l'opérateur retenu est le seul susceptible de réaliser l'objet du marché et qu'ainsi la mise en concurrence était impossible.

Il paraît difficile en l'état de soutenir que la CDC soit le seul opérateur économique capable de réaliser, pour des raisons techniques, des prestations de gestion administrative, technique et financière des actifs des caisses de retraite complémentaire.

Le recours à la procédure négociée sans publicité préalable ni mise en concurrence au titre de l'article 35 II 8° du code n'apparaît donc pas, au regard des éléments communiqués, fondée.

5. Le recours à la procédure négociée 35-I 2° pourrait éventuellement être envisagé.

L'article 35-I 2° autorise le recours à la procédure négociée après publicité et mise en concurrence pour les marchés et les accords-cadres de services, notamment de services financiers mentionnés au 6° de l'article 29 « *lorsque la prestation de services à réaliser est d'une nature telle que les spécifications du marché ne peuvent être établies préalablement avec une précision suffisante pour permettre le recours à l'appel d'offres.* »

Une telle procédure serait donc envisageable à condition que l'exigence posée à l'article 35-I 2° relative à l'impossibilité de définir les spécifications techniques avec une précision suffisante préalablement au lancement de la procédure soit respectée.