



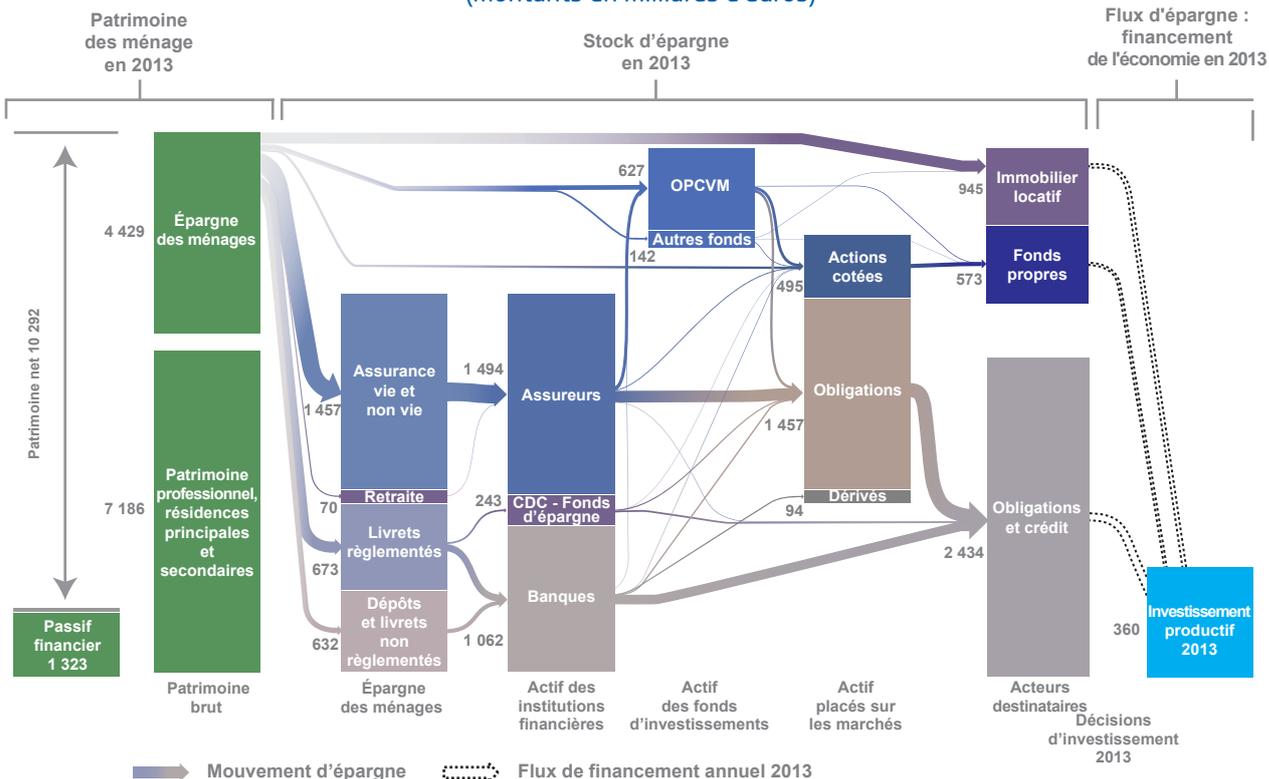
Mettre la fiscalité de l'épargne au service d'une croissance durable

Aujourd'hui, la France a besoin de mieux investir, pour faire face aux défis écologiques et à la révolution numérique ainsi que pour favoriser une croissance durable et inclusive de son économie. Dans un contexte où l'endettement public pèse sur les marges de manœuvre de l'État et où les nouvelles régulations financières, parce qu'elles s'attachent - à juste titre - à promouvoir la stabilité financière, tendent à freiner les banques et les assurances dans leur effort de financement des investissements risqués, la fiscalité de l'épargne des ménages peut être un levier utile.

Le stock d'épargne des Français, défini comme l'ensemble des placements qui ont pour objectif principal, du point de vue du ménage qui les possède, de faire fructifier un capital initial sans y travailler lui-même, est de l'ordre de 4 500 milliards d'euros, soit 3,5 fois leur revenu annuel et 43 % de leur patrimoine total. Cette épargne finance d'abord les grands groupes, l'État et l'immobilier, et la part dévolue aux investissements de long terme pour l'appareil productif est modeste. En outre, la dépense fiscale liée à la fiscalité de l'épargne, qui s'élève chaque année à plus d'une dizaine de milliards d'euros, apparaît aujourd'hui complexe : les 54 niches fiscales et sociales servent des objectifs multiples qui visent tout à la fois à encourager les Français à se constituer de l'épargne quelle que soit sa destination finale et à orienter l'épargne vers le financement de nombreux acteurs, secteurs d'activité et types d'actifs.

Améliorer le fléchage de l'épargne vers le financement de long terme de l'économie est possible. Cela peut passer par des mesures non fiscales, assurant notamment une meilleure transparence dans la chaîne qui mène de l'épargne aux investissements qu'elle finance. Cela peut passer également par une rationalisation des niches fiscales et sociales actuelles en les mettant au service de quelques objectifs économiques prioritaires pour la nation, comme la transition écologique.

Graphique 1 – Cheminement de l'épargne des ménages vers l'investissement final
(montants en milliards d'euros)



Notes de lecture : - Une couleur plus claire correspond à un chiffre dépendant de plus d'hypothèses.
- Les données sont relatives à 2013 mais les éléments retracés sont stables dans le temps.
Source : 2°Investing Initiative (2017).

Vincent Aussilloux

Département Économie
France Stratégie

Étienne Espagne

Economiste
CEPII

La Note d'analyse est publiée sous la responsabilité éditoriale du commissaire général de France Stratégie. Les opinions exprimées engagent leurs auteurs et n'ont pas vocation à refléter la position du gouvernement.

TROIS LOGIQUES POUR UNE FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE

Par rapport à ses voisins européens, la France se positionne favorablement du point de vue des niveaux d'investissements publics comme privés. Les besoins nouveaux pour faire face aux transitions écologique et numérique et pour investir davantage dans l'éducation, la formation et la R & D requièrent donc moins un surcroît d'investissements que leur redéploiement en faveur de dépenses plus porteuses de croissance durable et inclusive.

C'est également dans les modalités de financement de l'investissement que des changements profonds doivent intervenir, pour accroître la part des financements en fonds propres plutôt que l'endettement des entreprises et pour augmenter la diversification des canaux de financement des agents économiques. En effet, les types d'investissements qu'il faut soutenir présentent généralement des profils de risque et de rentabilité qui justifient une gestion dans une perspective de long terme. Les titres financiers auxquels ces investissements donnent lieu sont souvent difficiles à échanger sur un marché, comme dans le cas d'actions d'entreprises non cotées. Leur rentabilité ne se réalise qu'à long terme, comme pour la plupart des infrastructures ou des investissements dans le capital humain. Elle est aussi plus risquée, car souvent liée au succès d'innovations technologiques par essence incertaines.

Or le niveau élevé d'endettement public réduit les marges de manœuvre de l'État pour pallier les défaillances de marché, notamment celles liées au financement des investissements de long terme. Dans le même temps, en s'attachant avant tout – à juste titre – à promouvoir la stabilité financière, les nouvelles régulations des institutions financières tendent à limiter le financement en direction des investissements peu liquides et risqués¹. Enfin, concernant le cas particulier des investissements pour la transition énergétique, l'absence d'une tarification permettant de valoriser à un niveau suffisamment élevé l'externalité environnementale positive qu'ils induisent réduit le nombre de projets rentables.

Pour répondre à ces éléments de contexte qui limitent les possibilités de financements de long terme, une meilleure mobilisation de l'épargne des ménages est souvent invoquée. De fait, la fiscalité de l'épargne a évolué au cours du temps afin d'influencer son allocation et d'orien-

ter les capitaux vers les besoins jugés socialement les plus utiles. L'intérêt de ce levier, utilisé depuis plusieurs décennies en France, a été rappelé par la Commission européenne (Communication pour le financement du long terme, 2014) ainsi qu'en France au travers du Livre Blanc pour le financement de la transition énergétique (2013), et plus récemment par le Comité de la Place de Paris². La fiscalité de l'épargne se distingue des incitations directes à l'investissement de long terme, sous la forme de subventions dédiées ou d'une taxe carbone par exemple, en agissant en amont de la chaîne, au niveau de la décision d'allocation de l'épargne des ménages et de la structure de leur patrimoine. L'effet est plus indirect car il passe par une incitation pour les ménages à déposer leur épargne dans des placements spécifiques qui sont, dans un second temps seulement, alloués vers le financement de certains investissements.

Trois logiques peuvent être distinguées de ce point de vue. Tout d'abord, on peut considérer qu'il est vain de chercher à agir sur l'allocation de l'épargne des ménages. Dans ce cas, il s'agit de laisser jouer le couple rendement-risque des placements financiers sans chercher à l'influencer par des mesures fiscales incitatives. Cette logique conduirait à défaire le tissu d'incitations fiscales existant en rendant la fiscalité des revenus du patrimoine la plus neutre possible, quitte à réemployer tout ou partie de l'argent public ainsi dégagé sur d'autres leviers d'action plus directs qui favorisent les investissements de long terme. Selon une deuxième logique, plus paternaliste, on peut vouloir centrer l'utilisation de la fiscalité de l'épargne d'abord sur les besoins propres des ménages, par exemple en les incitant, *via* des produits d'épargne appropriés, à lisser leur revenu disponible sur leur cycle de vie. Si l'on voulait aller dans ce sens, il conviendrait alors de supprimer toutes les niches fiscales qui ont pour objectif d'orienter l'épargne vers le financement de certains types d'investissements, par exemple dans les fonds propres des entreprises, pour ne privilégier que celles qui favorisent des placements longs du point de vue de l'épargnant. Enfin, la troisième logique repose sur le postulat qu'il est possible d'influer sur le montant des financements disponibles pour certains types d'investissements, en utilisant l'outil fiscal pour orienter l'épargne des ménages.

Cette *Note d'analyse* étudie dans un premier temps la structure de l'épargne des ménages en France en cherchant à retracer le lien qui mène de cette épargne aux financements

1. McKinsey Global Institute (2011), *The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape*. OCDE (2013), *The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development*. Group of the Thirty (2013), *Long Term Financing and Economic Growth*. Il ne s'agit pas ici de s'interroger sur la pertinence de ces régulations, mais d'envisager les possibilités de pallier la réduction des financements par le crédit bancaire qu'elles sont susceptibles d'induire.

2. Comité « Place de Paris 2020 » (2014), « [La finance au service de l'économie : charte sur la nouvelle gouvernance fiscale](#) », conférence de presse, 1^{er} décembre.



apportés aux différents agents économiques, pour déterminer dans quelle mesure elle se dirige vers les investissements de long terme dont notre économie a besoin. Elle procède dans un deuxième temps à une revue des dépenses fiscales actuelles, au regard de cet objectif, qui relève de la troisième logique en matière de fiscalité de l'épargne. Elle esquisse des pistes de réforme, visant à mieux articuler la fiscalité de l'épargne à cet objectif, en se plaçant dans l'hypothèse où le législateur décide de le faire sien en priorité. Les chiffrages et les principales conclusions sont issus d'un rapport³ qui détaille les résultats et les méthodes d'analyse. Toutes les données chiffrées sont relatives à l'année 2013.

DE L'ÉPARGNE AU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Le stock d'épargne des Français est important : 4 429 milliards d'euros de placements en 2013, soit 3,5 fois leur revenu disponible net et 43 % de leur patrimoine total net. Pour les besoins de l'analyse, l'épargne est ici définie comme l'ensemble des placements qui ont pour objectif principal, du point de vue du ménage qui les possède, de faire « fructifier » un capital initial sans y travailler lui-même. Plus précisément, le stock d'épargne des ménages recouvre les dépôts réglementés, l'assurance vie, la détention directe d'obligations, la détention directe d'actions cotées (les actions non cotées ne sont pas prises en compte), les fonds⁴, l'épargne retraite, mais aussi l'immobilier locatif détenu en direct. Il exclut l'investissement immobilier lorsque celui-ci correspond à un usage propre (résidence principale, résidence secondaire), ainsi que les placements dans un capital de nature professionnelle (locaux professionnels, fonds de commerce d'un indépendant, etc.), que le ménage travaille à faire fructifier en propre.

Sur le stock total d'épargne ainsi définie, un quart est directement investi dans l'économie, en actions cotées ou en immobilier locatif pour l'essentiel. Le reste est d'abord collecté par trois grandes catégories d'intermédiaires financiers : les banques, les sociétés d'assurances et les sociétés de gestion de portefeuille. 33 % de l'épargne totale est intermédiée par les sociétés d'assurance. Les banques collectent quant à elles 25 % des placements des ménages. 6 % sont collectés par le fonds d'épargne de

la Caisse des Dépôts (CDC) et 10 % par les OPCVM⁵ sous-crits par les ménages et les autres fonds.

La diversité des formes d'intermédiation entre épargne et investissement est importante, et elle se fait d'ailleurs pour partie en cascade, *via* une chaîne d'intermédiation qui peut être longue et complexe (graphique 1⁶). Les intermédiaires financiers investissent les ressources des ménages ainsi collectées dans des actifs financiers (actions, obligations, prêts), qui participent au financement des acteurs économiques « destinataires » : les ménages eux-mêmes les entreprises résidentes, l'État, mais aussi des agents économiques non-résidents.

On s'intéresse dans la suite au flux annuel de financement de l'économie que permet cette épargne des ménages. Il est alimenté à la fois par le flux annuel d'épargne nouvelle et par le réinvestissement dans l'économie de la part des liquidités placées par les ménages, mais restituées chaque année par les agents économiques *via* le remboursement d'emprunts qu'ils avaient contractés ou le rachat d'actions qu'ils avaient émises. D'un montant de 360 milliards d'euros en 2013, il prend deux formes : la prise en détention de titres de dettes (crédits et obligations) et le financement en fonds propres (la prise en détention d'actions).

La détention de titres de dette finance d'abord les grands groupes, l'État et l'immobilier

La détention de titres de dette par les ménages génère un flux annuel de financements dans l'économie par deux canaux : la part de l'épargne nouvelle qui chaque année est affectée à l'octroi de prêts ou à l'achat de dette obligataire, et la part du stock de dettes arrivant à échéance chaque année qui, remboursée par les agents économiques débiteurs, est réinvestie. De l'ordre de 300 milliards d'euros d'octroi de nouveaux crédits auraient ainsi été générés en 2013. 50 % ont financé les entreprises, 38 % l'État et le reste les ménages eux-mêmes⁷.

Sur la part destinée aux entreprises, les grands groupes en ont capté les deux tiers, principalement par le biais d'émissions obligataires, d'une maturité moyenne d'environ huit ans. Les PME en ont capté le quart, sous la forme de crédits et d'obligations. Le reste finance les entreprises non-résidentes.

3. 2^e Investing Initiative (2017), *Fiscalité de L'épargne financière et orientation des investissements. Adapter les mécanismes actuels aux besoins de financement à long terme.*

4. Fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI), Fonds d'investissement de proximité (FIP), de Sociétés civile de placement immobilier (SCPI), de Sociétés de financement de l'industrie cinématographique et de l'audiovisuel (Sofica), Fonds communs de placement en entreprise (FCPE).

5. Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

6. Cette cartographie ne prétend pas suivre à la trace chaque euro épargné par les ménages. Il est par exemple impossible d'établir une véritable correspondance entre les dépôts bancaires et les différentes classes d'actifs détenues par les banques. L'exercice mené recourt donc à des hypothèses de répartition pour partie conventionnelles. L'annexe 1 du rapport complet (voir note 3) détaille l'ensemble de ces hypothèses.

7. L'attribution de l'épargne à des crédits spécifiques ne correspond pas à la réalité du mécanisme d'octroi du crédit bancaire. En pratique, une banque alloue des crédits sur des critères économiques et financiers liés à la situation de l'emprunteur. Ces crédits donnent lieu à une création monétaire, qui se fait dans une large mesure indépendamment de la disponibilité de dépôts au bilan de la banque. Dès lors, parler de l'affectation de l'épargne des ménages sous forme de dépôts à l'octroi de crédit est un abus de langage : il s'agit plutôt dans ce cas précis d'une association comptable, de nature conventionnelle et établie *ex post*. Voir McLeay M. *et al.* (2014), "Money creation in the modern economy", *Quarterly Bulletin* Vol. 54, No.1, Bank of England.

Sur la part des crédits destinée aux ménages, la grande majorité (près de 80 %) correspond à des emprunts immobiliers, dont la moitié équivaut à de la formation brute de capital fixe, à travers la réalisation de travaux ou l'acquisition de logements neufs⁸.

Financement des entreprises par la détention d'actions cotées

La détention indirecte d'actions non cotées correspond à une part faible du stock d'épargne des ménages (2,5 %⁹). L'analyse se concentre ici sur le financement des entreprises cotées *via* la détention directe et indirecte d'actions par les ménages. Pour cela, il est nécessaire de faire des hypothèses sur la composition géographique et sectorielle du portefeuille d'actions détenu par les ménages, sur leur contribution au financement des nouvelles émissions d'actions ainsi que sur la part des actions qui sont détenues « activement », c'est-à-dire *via* des intermédiaires financiers qui pèsent effectivement sur les décisions des entreprises.

Un premier canal d'action sur le financement des entreprises *via* la détention par les ménages d'actions cotées passe par les achats de nouveaux titres émis. Le montant des émissions nouvelles d'actions achetées directement et indirectement par les ménages résidents pour l'année 2013 est d'environ 5 milliards d'euros, dont 4 milliards pour des entreprises dont le siège social est en France. Un second canal de financement lié indirectement à la détention d'actions cotées provient des possibles réinvestissements par les entreprises de leurs profits (autofinancement). On fait ici l'hypothèse que la part de l'autofinancement attribuable à la détention d'actions cotées par les ménages une année donnée est égale à la part du montant des fonds propres financés par l'émission d'actions la même année achetées par les ménages résidents¹⁰. Ce calcul conduit à considérer qu'environ 49 milliards d'euros de profits à réinvestir sont imputables au portefeuille de produits financiers détenus par les ménages au titre de leur épargne, dont 40 milliards d'euros pour des entreprises dont le siège social est en France.

Au final, les ménages résidents français ont influencé directement ou indirectement l'utilisation de 54 milliards d'euros de nouveaux financements en fonds propres des

entreprises en 2013, dont 44 milliards au profit d'entreprises dont le siège social est en France.

Quelle part de l'épargne des ménages dirigée vers les investissements de long terme ?

L'épargne des ménages vient financer les différents agents économiques (entreprises, État, ménages). La question que l'on peut se poser devient dès lors : quelle part de cette épargne vient financer des investissements (et non des dépenses courantes), et plus précisément quelle part vient financer des investissements susceptibles de muscler l'appareil productif ou de le faire évoluer de manière à être plus en ligne avec les enjeux de long terme ? L'analyse de la structure de cette épargne, telle qu'on vient de l'exposer, tant en stock qu'en flux, ne permet pas de répondre avec précision à cette question. Elle ne permet d'apporter que quelques éléments de réponse.

D'une part, l'épargne totale des ménages, qu'elle soit intermédiée ou non, est placée dans des actifs détenus pour un quart par les entreprises résidentes, pour un quart par les ménages eux-mêmes, par les institutions financières pour un septième, par l'État pour un huitième et par des agents économiques non-résidents pour un cinquième environ. D'autre part, l'allocation en actifs finaux de cette épargne est composée à 21 % d'actifs immobiliers à des fins locatives, à 55 % de dettes et à 15 % d'actions (graphique 1)¹¹. Des données mises publiquement à disposition sur les maturités des prêts et des titres obligataires existent, mais elles restent disparates et parcellaires. Enfin, au sein des 15 % d'actions, seulement un quart finance des PME, moins d'un quart finance les secteurs innovants de l'industrie et des nouvelles technologies de l'information et de la communication et seulement un sixième finance des entreprises non cotées¹².

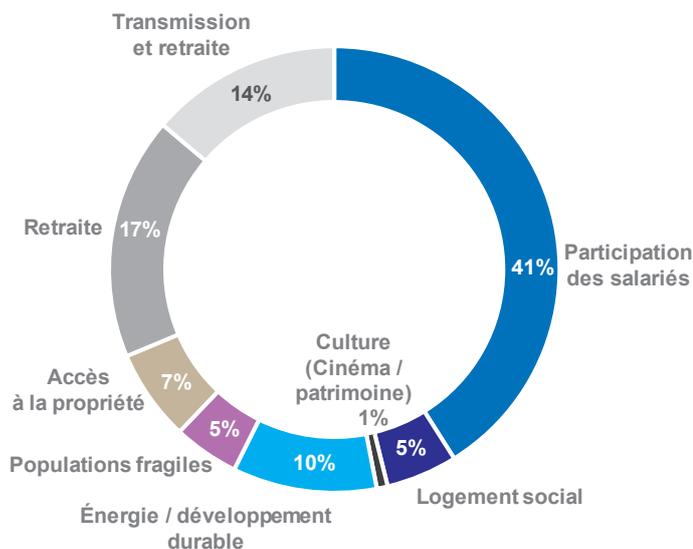
FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE ET INVESTISSEMENTS DE LONG TERME

Ainsi, l'analyse des canaux de cheminement de l'épargne vers le financement de l'économie suggère que seule une part faible de l'épargne des ménages se dirige vers les investissements les plus porteurs de croissance, comme le financement des entreprises jeunes et innovantes. Ce diagnostic reste très qualitatif, compte tenu des données disponibles. Pour l'asseoir davantage, une autre approche

8. L'autre moitié finance l'acquisition de logements anciens, mais ceux-ci sont achetés à d'autres ménages, si bien que les liquidités générées peuvent ensuite être réinvesties par le ménage vendeur, sans que l'on sache vers quel type d'actif. Elles peuvent aussi pour partie alimenter ses dépenses de consommation.
9. Les détentions directes d'actions non cotées ont été exclues du périmètre car il est difficile de faire la part entre la détention pour motif d'épargne et pour motif professionnel (entrepreneurs et artisans détenant leur outil de production).
10. Un calcul alternatif pourrait consister à utiliser la part du stock d'actions détenues par les ménages, directement ou indirectement, de façon « active ». Compte tenu de la faiblesse de cette part (la grande majorité des actions détenues par les ménages le sont *via* des intermédiaires investisseurs passifs, sans que cette détention ne leur confère la possibilité d'orienter directement les décisions des entreprises), il mènerait à un chiffre de même ordre de grandeur.
11. Les 11 % restants représentent la catégorie "autres" composée de la détention par les institutions financières de leurs propres filiales, des produits dérivés, des provisions techniques d'assurance et décalages comptables.
12. Sans que ces parts s'additionnent ; une PME peut être une entreprise non cotée dans un secteur innovant.



Graphique 2 – Répartition de la dépense fiscale par objectif du législateur (total : 11,3 Md€)



Source : 2^e Investing Initiative (2017).

consiste à étudier de près la fiscalité de l'épargne en France, en analysant les objectifs fixés par le législateur, leur cohérence et leur efficacité.

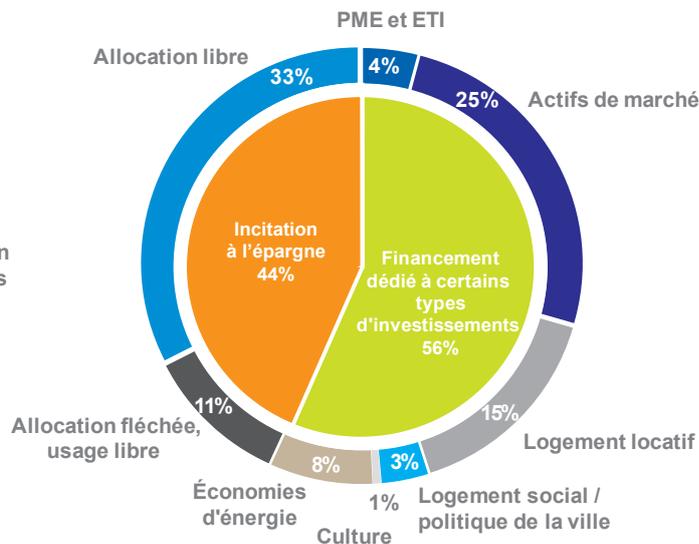
Quels objectifs poursuivis par la fiscalité de l'épargne en France ?

La fiscalité de l'épargne se caractérise en France par une superposition de 54 niches fiscales et sociales. La « dépense fiscale » s'élève à 11,3 milliards d'euros en 2013¹³ si l'on cumule l'ensemble de ces régimes dérogatoires au droit commun en matière d'imposition de l'épargne, à comparer à des revenus du capital de l'ordre de 220 milliards d'euros et une imposition sur ces revenus de l'ordre de 60 milliards d'euros¹⁴.

Les objectifs assignés aux dépenses fiscales propres à l'épargne sont multiples et variés¹⁵ (graphique 2). Si l'on cherche à les regrouper, on peut retrouver les deux grandes logiques justifiant *a priori* l'usage d'une fiscalité de l'épargne.

D'une part, il s'agit d'encourager les Français à se constituer de l'épargne, quelle que soit sa destination finale. Nombre d'incitations fiscales sont octroyées dans ce cadre sous condition de détention d'épargne sur plusieurs

Graphique 3 – Allocation de la dépense fiscale par destination (total : 11,3 Md€)



Source : 2^e Investing Initiative (2017).

années. C'est en particulier le cas pour l'assurance vie, devenue le support principal d'épargne pour la retraite. Dans ces cas où l'épargne n'est pas fléchée sur un type d'actif précis (33 % de l'épargne des ménages), l'avantage fiscal a *de facto* une incidence indirecte sur le type d'actifs détenus, qui reste largement à la discrétion de l'intermédiaire financier, du fait qu'il peut mettre en avant tel ou tel produit *via* ses réseaux de distribution en utilisant l'avantage fiscal comme un argument de vente. Le placement en assurance vie, soutenu par 11 % de la dépense fiscale, est ainsi aujourd'hui majoritairement composé d'obligations souveraines. C'est également le cas lorsque l'avantage fiscal est liée à un fléchage sur un produit d'épargne financière plus spécifique, sans préjuger pour autant de la nature exacte de l'investissement que ce produit viendra financer en bout de chaîne.

D'autre part, il s'agit d'encourager par la dépense fiscale le financement de certains acteurs économiques (PME), certains secteurs d'activité (immobilier locatif, cinéma) ou certains types d'actifs (actions d'entreprises cotées, dépenses favorisant les économies d'énergie).

44 % de la dépense fiscale relève plutôt de la première logique et 56 % plutôt de la seconde (graphique 3).

13. Ce montant a été établi par une actualisation pour l'année 2013 (Projet de Loi de Finances pour 2013) des travaux de la Cour des Comptes et de l'Inspection Générale des Finances pour l'année 2009 (publiés en 2011).

14. Sources : Insee, CGDD, direction de la Sécurité sociale, Eurostat et calculs France Stratégie. Les revenus du capital comprennent : les revenus de la propriété au sens des Comptes nationaux (D4) correspondant principalement aux dividendes et intérêts perçus ; les revenus fonciers des ménages correspondant aux loyers versés par les ménages locataires à des ménages propriétaires ; la réévaluation des actifs financiers des ménages au sens des Comptes nationaux, prise comme proxy des plus- ou moins-values sur valeurs mobilières. L'imposition du capital correspond à la part de l'Impôt sur le Revenu des Personnes Physiques (IRPP), de la CSG et des autres prélèvements sociaux perçus sur les revenus du capital. Le montant total intègre également l'Impôt sur la Fortune (ISF) et la taxe foncière. Les différentes sources de données utilisées n'étant pas parfaitement comparables, ces chiffres sont uniquement indicatifs et ne prétendent que refléter les ordres de grandeur en jeu.

15. La dépense fiscale correspond aux déductions fiscales incitatives sur l'épargne. Elle est calculée comme un écart entre le taux de taxation de droit commun et celui après avantage fiscal sans chercher à mesurer l'évolution du flux d'épargne qui résulterait de ce nouveau taux.

Un fléchage de l'épargne peu orienté vers le financement du long terme

Le fléchage de l'épargne opéré par les différents dispositifs fiscaux semble peu répondre à un objectif de financement de long terme de l'appareil productif.

C'est ainsi que la « détention bloquée », bien souvent liée aux avantages fiscaux qui visent d'abord à favoriser l'épargne des ménages, ne constitue pas pour autant un gage d'investissement à long terme : l'allocation des capitaux reste libre ; rien n'empêche qu'elle se fasse dans une succession d'investissements de court terme par l'intermédiaire financier, collecteur de fonds auprès du particulier épargnant.

De même, alors que 25 % des avantages fiscaux sont fléchés sur les actions cotées, la contribution de ces titres au financement de l'économie nationale reste relativement faible en comparaison du financement par la dette, comme vu précédemment (40 milliards contre 300 milliards). De plus, les entreprises cotées en France sont au nombre d'un peu plus de 500 sur un total de l'ordre de 3,7 millions d'entreprises hors secteur agricole ; elles correspondent aux plus grandes entreprises, dont la croissance se fait aujourd'hui majoritairement hors du territoire¹⁶. Dès lors, ce type de fléchage peut difficilement fonder sa justification sur la volonté de financer des investissements porteurs de croissance sur le territoire.

La détention d'obligations d'entreprises, au contraire des actions, n'est pas directement incitée par la fiscalité, bien qu'elles aient une incidence directe sur leur financement. Pour ce qui concerne plus spécifiquement les PME, la dépense fiscale fléchée en leur faveur apparaît limitée, même si les entreprises accompagnées par les FCPI réalisent de meilleures performances¹⁷.

AMÉLIORER LE FLÉCHAGE VERS LA CROISSANCE DURABLE

Améliorer le fléchage de l'épargne vers le financement de long terme de l'économie peut tout d'abord passer par d'autres voies que la fiscalité. Trois éléments de progrès sont à notre portée :

- une meilleure transparence dans la chaîne d'investissement, à travers la publication annuelle pour l'ensemble des supports d'épargne, du type d'actifs détenus, de leur maturité moyenne et du temps moyen pendant lesquels ils sont détenus ;

- une amélioration de la fonction de conseil, afin que les supports d'épargne commercialisés intègrent mieux l'ensemble des attentes de l'épargnant, qu'elles soient financières ou non financières. Un outil de gestion de l'information pourrait être mis à disposition des épargnants pour les aider à construire leur portefeuille de placement en fonction de leur profil (risque, horizon d'investissement, rentabilité attendue) de leurs préférences (investissement vert, social) et de la fiscalité ;
- une amélioration des politiques d'engagement actionnarial des institutions financières, comme indiqué dans l'actuelle proposition de directive sur le droit des actionnaires, afin qu'elle contrôle davantage les décisions des entreprises dans lesquelles elles investissent pour le compte de leurs clients particuliers.

Mais au-delà de ces éléments de progrès en dehors du champ fiscal, la fiscalité française sur l'épargne apparaît complexe et elle génère de nombreux effets d'aubaine¹⁸. Elle gagnerait donc à être simplifiée afin de servir des objectifs mieux définis¹⁹.

Il ne s'agit pas ici de remettre en cause la pertinence d'une fiscalité de l'épargne qui cherche à orienter les financements disponibles vers certains types d'investissement. Compte tenu de son importance parmi les motifs mis en avant par le législateur pour introduire des mesures fiscales dérogatoires, il s'agit de chercher à améliorer la performance de ces mesures, pour orienter effectivement les financements vers les investissements les plus porteurs de croissance durable et inclusive. Par ailleurs, il faut garder en mémoire que toute modification de la fiscalité peut avoir des effets pervers : l'efficacité d'un nouveau dispositif peut être altérée, si la mise en œuvre de celui-ci s'accompagne d'une augmentation du sentiment d'incertitude chez les investisseurs. Il est donc important que cette mise en œuvre s'inscrive dans un agenda clairement défini.

Deux pistes d'évolution de la fiscalité de l'épargne

Deux pistes d'évolution de la fiscalité de l'épargne sont envisageables, pour mieux servir des objectifs prioritaires pour la nation. L'objectif de transition énergétique est retenu par la suite, dans le but d'illustrer les modifications qui pourraient être mises en œuvre. D'autres objectifs auraient pu être choisis, comme le financement du capital risque. Mais la transition énergétique se prête idéalement à cet exercice, parce qu'elle touche tous les secteurs de l'économie française et qu'elle va nécessiter une évolution majeure et progressive des investissements sur plusieurs décennies.

16. Voir Insee, *Focus* n°63 et Boccara F. et al. (2013) « L'internationalisation des entreprises et l'économie française » dans *Les entreprises en France*, Insee Références, Édition 2013.

17. OSEO et AFIC (2012), *Performance des entreprises innovantes investies par les FCPI*, janvier.

18. Inspection générale des finances (2011), *Rapport du comité d'évaluation des dépenses fiscales et sociales*.

19. Gouardo C., Le Ru N., Sode A. et Trannoy A. (2016), « *Quels principes pour une fiscalité simplifiée ?* », Enjeux 2017-2027, août, France Stratégie.



La première piste est probablement la plus simple à mettre en œuvre. Il s'agirait de rationaliser et de verdir les 54 niches fiscales et sociales, actuellement réparties sur plus de 20 supports d'investissement, dans le but de financer la transition énergétique. Pour ce faire, les petites niches jugées peu efficaces seraient éteintes progressivement. Dans le même temps, une liste « verte », composée d'actifs sélectionnés en raison de leurs externalités positives, serait établie : obligations vertes, crédits immobiliers verts titrisés, actions du secteur *cleantechs*, crédits aux PME innovantes opérant dans le domaine de la transition énergétique, etc. Les avantages fiscaux octroyés aux différents supports d'épargne (assurance vie, PEA, etc.) seraient ensuite conditionnés au fait qu'ils embarquent une proportion d'actifs verts minimale, avec des avantages potentiellement croissants lorsque cette proportion augmente.

La deuxième piste recouvre une évolution plus radicale, consistant à déconnecter totalement l'incitation fiscale

du support d'épargne. L'incitation ne serait plus liée au placement de l'épargne sur un livret ou sur un plan d'assurance aujourd'hui commercialisé par les établissements de collecte, mais directement associée à l'évaluation de chaque actif financé *in fine* au regard de l'objectif poursuivi.

Les nouvelles technologies de l'information permettent aujourd'hui d'envisager ce mode d'orientation de l'épargne, en traçant avec précision la destination finale des fonds collectés quel que soit le support d'épargne. Chaque actif recevrait un score en fonction de sa nature. Si l'objectif poursuivi est le financement de la transition énergétique par exemple, le score reposerait sur une analyse de la cohérence des investissements finaux avec les besoins de la transition énergétique. Des indicateurs de performance climatique sont aujourd'hui en cours de développement²⁰. Ces scores seraient ensuite additionnés pour attribuer un score à chaque support d'épargne. L'incitation fiscale, modulée en fonction de cette performance, s'en déduirait : elle fonctionnerait comme un bonus-malus.

ENCADRÉ – FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE ET FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Le panorama non exhaustif présenté ici rend compte des grandes tendances sur une sélection de dispositifs qui visent à mettre l'épargne des Français au service du financement des entreprises. Certains d'entre eux ont connu des évolutions importantes ces dernières années, tandis que d'autres ont été créés.

Les FCPI (Fonds Commun de Placement dans l'Innovation), créés en 1997, associent un avantage fiscal à l'investissement dans des fonds dont la composition de l'actif est encadrée par la loi (au moins 70 % d'investissement dans des PME innovantes). Le quota initialement fixé à 60 % a été porté à 70 % en 2013, tandis que le champ des entreprises éligibles a été rétréci en 2015 pour cibler celles de moins de 7 ans d'âge. Ce critère d'âge concerne désormais aussi les dispositifs IR-PME et ISF-PME qui permettent de déduire une partie des sommes investies directement dans des PME de l'impôt sur le revenu ou de l'ISF.

Toujours dans la logique de favoriser le financement des PME, l'année 2014 a vu naître le PEA-PME, fonctionnant selon les mêmes principes que le plan d'épargne en actions (PEA) classique mais ciblé sur les entreprises - PME et ETI - non cotées.

Du côté de l'assurance vie, le dispositif dit « *Fourgous* » de 2005 permettait de basculer les contrats en euros vers des contrats multi-supports ou en unité de compte en conservant l'antériorité fiscale afin de favoriser l'investissement en actions. La création plus récente des contrats « Vie Génération » (2014) ou « capital- investissement » (2016) visait à favoriser le financement des entreprises par l'assurance vie, en associant un abattement supplémentaire à des quotas d'investissement (ETI, FCPI, économie sociale et solidaire, etc.) ou en permettant d'investir dans des fonds de capital-investissement.

Les livrets d'épargne réglementés ont également connu des évolutions. Le Codevi créé dans les années 1980, remplacé par le Livret de Développement Durable en 2007 (LDD) puis le Livret de Développement Durable et Solidaire (LDDS) en 2017, a enregistré un relèvement progressif du plafond de versements, doublé en 2012 pour passer de 6 000 à 12 000 euros. Ces sommes contribuent notamment au financement des PME, des travaux d'économie d'énergie et au logement social. Le plafond du Livret A a également été significativement relevé en 2012.

Au-delà des dispositifs à fiscalité dérogatoire, les règles de droit commun ont également connu des évolutions afin de favoriser le financement de long terme. Auparavant taxées au taux forfaitaire de 19 %, les plus-values sont par exemple désormais taxées au barème progressif de l'impôt sur le revenu mais bénéficient d'abattement pour durée de détention allant jusqu'à 65 % au bout de 8 ans, voire 85 % lorsqu'il s'agit d'un titre de PME de moins de 10 ans.

Mots clés : Épargne, fiscalité, croissance, transition écologique, financement de l'économie, capital risque, startup, finance

20. Le projet SEI Metrics porté par 2° Investing Initiative et financé par la Commission européenne propose de développer un outil d'évaluation de la performance climatique des portefeuilles d'investissements, permettant ainsi de comparer les fonds entre eux et d'estimer leurs effets.