

2016

Février

LES CAHIERS DU
CENTRE

Numéro 31

- Actualités -

LA FAUSSE « ENTRÉE » DES FONDS DE PENSION À LA PENSION FRANÇAISE !

On savait qu'il y avait des fausses « sorties » dans le monde politique. On sait maintenant qu'il y a aussi des fausses « entrées », au sens de poser une bonne question et d'y répondre à côté... Les fonds de « pension à la française » en sont l'illustration.

Bien comprendre l'imbroglio « sémantique », qui s'est bâti les dernières semaines, nécessite de refaire un rapide historique. Début novembre 2015, Emmanuel Macron a dégagé les grandes orientations de sa seconde loi, « #NOE », ou « *Nouvelles Opportunités Economiques : une chance pour la France* ». Le chapeau introductif du dossier, présenté à la presse le 9 novembre, est sans ambiguïté en termes d'objectifs : « *Prendre appui sur les nouvelles opportunités permises par le déploiement du numérique, les progrès induits par l'innovation et les évolutions sociétales, pour favoriser la croissance économique, encourager l'emploi et améliorer le bien-être de nos concitoyens* ».

Les défis de l'économie digitale et de son financement

La première partie sur les enjeux de l'économie digitale est un régal pour tous ceux qui sont conscients de l'importance de saisir, le plus tôt possible, toutes les opportunités des innovations technologiques, qui plus est dans un environnement mondial de plus en plus concurrentiel. Car tous les pays veulent profiter du numérique. Nous avons l'avantage en France d'avoir de vraies compétences chez nos ingénieurs et graphistes. #NOE constitue donc un début de stratégie contre la « France du déclin » qui se dessine. Il était temps que quelqu'un au gouvernement montre une vision moderne de l'avenir, dans un ton résolument engagé et optimiste ! On s'éloigne enfin de l'économie des taxis...

A la lecture de #NOE, tous ceux qui avaient la fibre entrepreneuriale ont applaudi des deux mains. Toutefois, la vitesse étant ici un facteur essentiel de réussite, on attendait donc la suite : le comment. Se posait à cet égard la question du financement, ce que la seconde partie du projet aborde lucidement, mais de façon très (trop ?) générale : « *La France présente une structure de financement qui fait la part belle au financement bancaire intermédié, alors qu'une économie d'innovation avec des investissements à la fois plus lourds, plus rapides, plus immatériels, plus risqués nécessite d'abord et avant tout des financements en fonds propres. C'est pourquoi nous devons améliorer leur capacité à financer les investissements et leur changement d'échelle qui leur permettront d'acquérir une taille internationale.* ». Nouvel applaudissement devant ce constat, au demeurant formulé à de nombreuses reprises et depuis longtemps... Néanmoins il a le mérite d'être rappelé. Surtout, il est très proche de ceux, au plan européen, qui ont conduit au « Plan Junker » mais aussi au projet d'UMC, avec l'idée chère au Commissaire Jonathan Hill de « méga » fonds de pension européens. Y-aurait-il chez nous un début de mise en cohérence économique ?

Quelques lignes plus loin, le financement de l'immatériel introduit la prise de position suivante : « *Aujourd'hui de nombreux acteurs² ne peuvent investir dans l'immatériel et conquérir le monde numérique parce que leurs règles professionnelles leur interdisent ou ne leur permettent pas. L'ambition, c'est de supprimer les barrières, ouvrir les portes aux investissements qui permettront l'émergence de nouveaux services et de nouvelles activités.* » Il faut lire ici entre les lignes, mais les investisseurs institutionnels, confrontés à une régulation de plus en plus excessive, pouvaient y voir un début de

² En réalité, nous verrons un peu plus loin que ces « acteurs » se limitent aux assureurs en peine avec S2.

« libéralisation », mais un début seulement. N'oublions pas les affres d'IFRS 9 ! Et puis l'EIOPA veille au grain.

Cet espoir implicite devient beaucoup plus clair lors des conclusions de la journée de présentation du projet. Elles permettent à Emmanuel Macron d'enfoncer le clou dans le mur des idéologies qui bloquent l'adaptation nécessaire de notre pays à la 3^{ème} révolution industrielle décrite par Christian Saint-Etienne : *« Le capital est clé parce qu'on est dans une économie de la disruption tout de suite mondialisée, où tout va très vite ; et donc si on n'est pas en capacité de financer cette innovation très vite, très fort, on se fait distancer par celles et ceux qui mettent beaucoup de capital ».*

On exulte et l'on se dit que notre ministre a parfaitement analysé le financement de « l'uberisation ». Selon l'expert Ollivier Ezraty qui a produit une étude remarquable³ sur son blog, *« la stratégie des investisseurs d'Uber ainsi que dans les startups consiste à faire des paris sur les leaders de segments émergents et de les saturer en moyens financiers pour créer le plus rapidement possible des monopoles de fait et asphyxier les concurrents. Le surfinancement de ces startups créé ainsi un avantage concurrentiel indéniable : la possibilité de tenir longtemps, notamment en faisant des pertes, mais aussi de casser les prix et de se développer rapidement à l'international. Il soutient une véritable stratégie de blitzkrieg entrepreneurial ».*

On en déduit que l'Etat va donc se mettre au diapason de cette stratégie financière « blitzkrieg à l'américaine ». D'ailleurs, arrive le chant de « l'Angelus numérique » ; l'annonciation qui transporte de joie tous ceux qui militent depuis des décennies pour la mise en place en France de vrais fonds de pension : *« L'économie de disruption, quelles qu'en soient les formes, c'est une économie qui a besoin de fonds propres, de capital. Et donc il faut ramener le capital de nos épargnants vers le financement de l'économie réelle, et beaucoup moins vers le financement de l'obligataire. C'est des changements réglementaires sur lesquels on se bat avec Michel SAPIN. Il faut développer une forme de fonds de pension à la française et adapter le cadre fiscal à ce changement. »*

Fonds de pension : parlons-nous bien de la même chose ?

Fonds de pension : le mot est dit. Bien sûr, chacun sait ce qu'est un fonds de pension : un accord paritaire d'entreprise, voir une structure publique comme l'est NEST en Grande Bretagne (*National Employment Savings Trust*), dans le but de capitaliser des droits à la retraite. Bref, une caisse de retraite, mais en capitalisation. L'employeur (ou sponsor) conclut une convention avec l'IRP (Institution de retraite professionnelle) aux termes de laquelle cette dernière s'engage à payer aux membres du personnel de l'entreprise une pension complémentaire. L'employeur quant à lui s'engage à payer les contributions nécessaires à l'IRP pour faire face aux engagements de pension en prestations définies. En cotisations définies, la dotation du sponsor se traduit par une cotisation en pourcentage du salaire⁴.

Un fonds de pension n'est donc pas un contrat d'assurance, et juridiquement la différence est grande. Ce qui explique que les régulations IORP et Solvabilité soient différentes, en raison même de la nature des engagements. Un fonds de pension peut baisser les pensions, augmenter la contribution du sponsor (l'entreprise), ne pas indexer les pensions pendant une certaine période, voire tout arrêter ou fermer le fonds. Ce dispositif entre le plus souvent dans le cadre d'un régime paritaire, c'est-à-dire au cœur d'un dialogue social souvent intergénérationnel, comme aux Pays-Bas où les retraités sont présents au conseil d'administration des fonds.

³ La dimension financière de l'uberisation <http://www.oezraty.net/wordpress/2015/dimension-financiere-uberisation/>

⁴ Une forme intermédiaire entre les plans à cotisations définies et ceux à prestations définies : les plans « cash balance ». L'employeur garantit non seulement l'attribution des contributions mais également un rendement déterminé sur ces contributions.

La flexibilité dans la gestion générale du système de retraite « fonds de pension » est donc importante, et la gouvernance très « responsabilisatrice » entre les parties prenantes, à l'exemple du rôle des trustees. En effet, un « trustee » a l'obligation et donc la responsabilité de préserver le capital du « trust » (fonds de pension), de gérer tant le capital que ses revenus en conformité avec les dispositions statutaires du « trust », qui définissent par ailleurs la ou les catégories de bénéficiaires. En règle générale, il est élu par ses pairs, en l'occurrence les salariés de l'entreprise sponsor. De façon générale, l'instauration de nouvelles règles de gouvernance montre d'ailleurs une professionnalisation des administrateurs, une option qui se développe aux Pays-Bas.

Aux Etats-Unis, les choses sont un peu différentes, alors que ce sont les syndicats de salariés qui sont à l'origine de ce dispositif à la fin du 19^{ème} siècle. En effet, les gestionnaires des fonds, de par la loi Erisa, sont responsables sur leurs deniers propres. D'où, de facto, l'absence de représentants de salariés aujourd'hui dans les organes de gestion. De fait, l'employeur fixe ses propres règles pour les DB (Defined Benefits), ce qui explique sans doute le choix de taux d'actualisation inadaptés pour beaucoup de fonds de pension américains (malgré le funding status⁵), et pire, certaines manipulations. Un autre mode de gouvernance eut été sans doute plus judicieux. D'ailleurs, au Canada, là où les syndicats sont présents au Conseil d'administration des fonds de pension, la situation est très différente.

Cependant, n'oublions pas de rendre à César ce qui est à César : c'est grâce à de nombreux fonds de pension américain, comme CalPers en Californie notamment, que les progrès de gouvernance au sein des entreprises (émetteurs) dans le monde entier ont été enregistrés, tout comme les questions de R.S.E., par exemple sur le travail des enfants. Les « blacklist » des fonds aux Etats-Unis sont très efficaces⁶... Leur dernière initiative, c'est de lutter contre les entreprises qui fabriquent et vendent des armes, à l'image de Walmart, Smith&Wesson et même des fonds d'investissement comme Cerberus Capital Management, obligé sous la pression de se désinvestir de ces valeurs. Ce qu'Obama ne réussit pas à faire, les fonds de pension s'y attaquent très concrètement.

De nombreux types juridiques de fonds de pension existent en Europe⁷ et dans le monde entier ; mais globalement, ils se différencient nettement d'un régime assurantiel, même si certains fonds externalisent leur gestion à des assureurs, voire réassurent les risques de longévité. C'est sans doute ce mélange des genres entre fonds de pension et assureurs reprenant l'engagement de verser des pensions de retraite par capitalisation qui a créé un imbroglio entre les deux régulations : IORP et S2. Les enjeux que représente le grand marché des retraites en Europe attisent les tensions...

Hormis le cadre d'IORP européen instauré en 2003, les fonds de pension sont sous la tutelle des banques centrales nationales. C'est ce qui a permis lors des crises financières, en raison même de la durée des fonds, de lisser dans le temps les efforts de reconstitution des marges de solvabilité pour les fonds à prestations définies. Nous sommes donc loin des stress test de Solvabilité 2. C'est heureux car cela aurait conduit toutes les entreprises sponsors à affecter leur cash-flow pour renforcer les fonds propres de leurs fonds de pension, et cela au détriment de leurs propres investissements métiers. Le cabinet Tower Watson avait évalué en 2013 que la hausse des provisions techniques pour

⁵ Le funding status est égal à la différence entre l'actif du fond de pension à sa valeur de marché et le stock de pensions futures à verser actualisé. C'est donc son niveau de capitalisation. Depuis 2012, il est possible d'actualiser aux USA les paiements de prestations futures à une valeur actuelle en utilisant une moyenne sur 25 ans des taux des obligations plutôt qu'une moyenne de 2 ans.

⁶ « Walmart Blacklisted By Major Pension Fund Over Poor Labor Practices » - Huffpost Business - 1^{er} mai 2012

⁷ Historiquement par exemple, les fonds de pension de droit belge devaient prendre la forme d'une association sans but lucratif (« ASBL ») ou d'une association d'assurance mutuelle (« AAM »). Lors de la transposition d'IORP, le législateur belge a sorti les fonds de pension du champ d'application de la législation de contrôle des entreprises d'assurance et a créé un statut autonome et distinct pour les IRP (l'OFP ou Organisme de Financement de Pension). Ce n'a pas été le choix fait en France, sous la pression de certains acteurs voulant se prémunir contre la concurrence européenne. On ne peut que le regretter aujourd'hui.

les fonds de pension du Royaume-Uni et des Pays-Bas aurait été respectivement de 600 milliards et 120 milliards d'euros, en majeure partie à la charge des entreprises !

Or, le retour à la normale des marchés financiers a facilité bien souvent la reconstitution des ratios de solvabilité. C'est le bienfait du long terme et du lissage des risques.

Devant les propos d'Emmanuel Macron, l'on se plait, à ce moment-là, à espérer que notre pays puisse désormais mettre son dispositif de retraite en harmonie avec la plupart de ceux qui existent dans les grands pays de l'Union européenne ; ce qui permettrait, au passage, de favoriser la mobilité professionnelle dans les pays membres⁸. L'on se dit aussi que l'on va pouvoir mettre en place un vrai véhicule d'investissement en France, capable de relancer la dynamique de l'épargne financière, avec une durée suffisamment longue pour profiter des opportunités offertes par les investissements de croissance : dans le numérique, l'énergie et les infrastructures.

Le souhait d'échapper au squeeze des taux anormalement bas, impulsés par la BCE, serait ainsi exhaussé. Bref, les idées d'Emmanuel Macron laissent entrevoir une lumière au bout du tunnel, plutôt obscurci par des années d'errance économique face à une profonde mutation de l'économie contemporaine.

Le « marié était trop beau » !

Mais à peine fut prononcé le mot « fonds de pension » que nous assistons à un revirement. Le 27 novembre, lors de la conférence organisée par la FFSA pour la COP21, le ministre de l'Economie rectifie ses propos, sans doute sous la dictée, pour ne pas dire la pression des plus hautes autorités de l'Etat : « *Soyons clairs, notre objectif n'est pas de modifier les équilibres entre retraite par répartition et par capitalisation en France, ni de bouleverser le marché des produits d'épargne retraite. Ce n'est pas de livrer au marché la protection sociale* ». Sachant que l'épargne retraite n'assure qu'un peu plus de 2 % des pensions de retraite dans notre pays, on comprend immédiatement, par l'usage du mot « équilibre », que les ambitions affichées dans #NOE sont remises à plus tard. La dégradation du taux de remplacement a encore de beaux jours devant elle.

D'ailleurs, les quelques semaines qui suivent confirmeront que #NOE a disparu dans les méandres de la future loi de Madame El Khomri sur la réforme du Code du travail. Exit le financement de l'économie numérique... étouffée par un corpus de normes sociales, voire fiscales. Quant à la « *protection sociale livrée au marché* », on se demande pourquoi l'on assiste depuis plusieurs mois à un mouvement subtil de déport des prestations de la Sécurité sociale vers les assureurs, IP et mutuelles... On pourrait d'ailleurs s'interroger sur l'ANI « complémentaire santé obligatoire » et les ventes à perte qu'elle entraîne en ce moment sur le marché⁹. Ceux qui étudient la question savent que la Sécurité sociale et son ministère de tutelle voudraient se recentrer sur les grands risques et laisser audit « marché » la prise en charge du coût de la prévention. Pourquoi pas. Mais cela nécessiterait quand même d'en débattre au plan national, n'est-ce pas ?

Le « Trafalgar » des fonds de pension français, le second après la loi Thomas (pourtant largement poussé par Bercy à l'époque) était peut-être annoncé. Car bien avant le repli du ministre, soit le 9 octobre 2015, la Direction du Trésor avait ouvert une consultation sur la modification du cadre prudentiel des régimes de retraite supplémentaires d'entreprise. Pas moins de 19 questions dont le niveau de complexité montre que l'opération n'est pas aisée. L'idée est de réduire les contraintes de Solvabilité 2 pesant sur ces contrats (art.82, art. 83, art.39, voire *le Madelin*, et bizarrement le PERCO

⁸ Il est et sera toujours impossible de transférer des droits Agirc-Arrco dans un régime de 2ème pilier en Europe

⁹ « Avec les contrats à 15 euros, tout le monde est perdant ». Philippe Dabat, Directeur général délégué, AG2R La Mondiale – La Tribune 25.11.2015 (la durée du contrat est estimée à 7 ans, un délai insuffisant pour équilibrer les charges du dispositif).

qui n'est pas un contrat d'assurance,) à travers la création d'un « régime ad hoc » placé sous IORP 1, et 2 demain. On y logerait les quelques « 130 milliards » de l'épargne-retraite...

De fait, les initiateurs du projet pensent, qu'en échappant à Solvabilité 2, une plus grande partie des actifs pourra être investie en actions. On comprend bien ici l'intérêt des « assureurs » soumis à la pression de taux anormalement bas, mais l'on voit mal où se trouve l'intérêt collectif au regard du besoin de disposer d'un complément de retraite par capitalisation et des impératifs de financement de l'économie numérique. Mais ainsi va la France...

Pourquoi cette option du transfert n'est pas selon nous la solution ?

Les futures générations ont besoin d'une vraie retraite par capitalisation. Et l'économie Française a besoin de vrais fonds de pension et non d'un dispositif de type « usine à gaz » comme nous le savons faire traditionnellement dans notre pays, au titre d'une spécificité de notre modèle social qui a montré ses limites aujourd'hui. Il conviendrait donc de poser la bonne question et non de mobiliser des ressources intellectuelles sur une problématique circonstancielle qui n'a pas réellement d'avenir. Pour le comprendre, prenons les problèmes un par un.

Commençons par le transfert de cadre prudentiel, en se focalisant sur les contrats 83 qui représentent l'essentiel des encours réellement exploitables. Pour être précis, les contrats 82 sont quasi à l'abandon, tandis que les contrats art. 39 servent plus de rentes qu'ils ne reçoivent de cotisations. Le PERCO n'est pas un régime assurantiel, et il montre de faibles encours, concentrés sur les seniors qui vont certainement sortir en capital sur les 10 prochaines années en raison de la baisse des pensions de l'Agirc Arrco. En outre, il prévoit de nombreux cas de sortie anticipée. Peu d'intérêt en l'état dans une perspective de long terme.

Restent donc les art.83 dont les encours ne progressent pratiquement pas, nous verrons pourquoi plus loin. De fait, ce n'est pas 130 milliards que l'on peut potentiellement transférer (chez les assureurs, les provisions mathématiques sont de 80 milliards fin 2014), c'est certainement moins. Il serait sans doute judicieux d'avoir des statistiques plus précises, en particulier les encours par produits et classes d'âge, ce qui permettrait d'avoir une meilleure idée des « sorties » à venir, c'est-à-dire des flux de rentes en volume sur les 15 prochaines années. Au plan de la gestion d'actifs, on comprendra que l'approche en stratégie d'allocation d'actifs est différente selon que l'on se trouve en phase de constitution du capital ou en phase de versement des rentes.

Ceci précisé, le transfert du cadre prudentiel des art.83 pourrait se trouver confronté à des contraintes non négligeables, dès lors que l'on voudrait s'affranchir de l'accord d'entreprise signé par les partenaires sociaux. Si l'on veut filialiser l'activité d'épargne-retraite¹⁰ correspondant essentiellement aux contrats collectif art.83 d'une compagnie d'assurances, ce qui semble le schéma envisagé par Bercy, il faut admettre que juridiquement, il y a changement de créancier. En outre, les art.83 bénéficient aujourd'hui d'une garantie en capital lorsqu'ils sont investis en produits de taux. Beaucoup de raisons militent donc pour obtenir l'accord des employeurs et des salariés, représentés par les syndicats (qui sont d'une certaine manière « du croire » des engagements de l'accord). Certains experts « chuchotent » que l'ACPR n'est pas éloignée de cette analyse. Nous verrons aussi ce qu'en dira l'EIOPA. Second point, soulevé par un actuaire spécialiste de Solvabilité 2, un des meilleurs : le transfert se fera-t-il en valeur de marché ou en prix de revient ? Selon, la réponse, les risques potentiels en fonction de l'évolution des marchés financiers sont loin d'être négligeables.

¹⁰ L'ordonnance du 23 mars 2006 qui transpose la directive IORP avait prévu la création d'une nouvelle personne morale permettant de commercialiser des plans d'épargne retraite en France et en Europe, mais strictement limitée à cette activité. Il semble que c'est sur la base de cette option que travaille Bercy.

Pour autant que toutes les contraintes techniques et juridiques soient levées, le transfert serait-il de nature à relancer une dynamique de l'épargne longue pouvant financer en partie l'économie digitale ? Après tout, c'est le plus important. Au sein de GENERATIONS E.R.I.C. nous ne le pensons pas. D'abord, un transfert de stocks avec de faibles flux ne répond en aucune manière au problème du financement de l'économie numérique, c'est-à-dire aux soutiens des start-up. Leur financement, dans un marché mondial très concurrentiel implique de massifier les flux et d'aller vite comme l'indiquait Ollivier Ezraty.

Or la véritable cause du faible engagement des entreprises à développer les régimes supplémentaires de retraite, ce n'est pas S2 : c'est l'instabilité fiscale au sens large (i.e cotisations sociales), en particulier de l'art.83, puisque les deux autres dispositifs (art.82 et 39) sont désormais quasi à l'arrêt en termes de collecte. En effet, depuis 2005, les avantages fiscaux et sociaux du « 83 » sont remis régulièrement en cause presque chaque année par l'Acoss (la Sécurité sociale), voire la Cour des comptes pour ce qui relève d'avantages catégoriels, limités en nombre de bénéficiaires, et jugés coûteux pour la collectivité.

Il faut bien comprendre ici que tous ceux qui réclament des niches fiscales supplémentaires pour développer l'épargne financière font, selon nous, une double erreur de raisonnement.

D'abord parce que les finances publiques restent chaque année en déficit, avec un accroissement mécanique de la dette. Le budget 2016, intenable faut-il le marteler, doit nous servir de fil directeur : l'écart entre les dépenses (296 milliards d'euros) et les recettes de l'Etat (221,5 milliards d'euros) aboutit à 33 % de dépenses excédentaires. C'est considérable. Où est le progrès revendiqué en termes d'économie ?

Quant au ratio dette sur recettes fiscales, il atteint le chiffre de 900 % ! En cas de remontée des taux d'intérêts, l'ardoise sera très élevée pour la nation, sans parler de la probabilité d'un krach obligataire. Et l'Etat aura bien besoin de recettes supplémentaires pour y faire face.

Avec un taux de croissance potentiel qui reste très faible (environ 1 %), fonder une stratégie nationale d'épargne sur l'idée que l'Etat va continuer de financer des avantages qui ne concernent, comme le souligne la Cour des comptes, qu'un nombre limité de citoyens (contribuables) est donc pour le moins hasardeux.

En termes d'amortissement de la dette, la pression fiscale, déjà parmi les plus élevée en Europe, est devant nous et pas derrière. La réduction de nos prélèvements obligatoire exigera forcément un coût social et une baisse drastique de notre protection sociale qui atteint 34 % du PIB, en partie financée par la dette. Pour bâtir une stratégie d'épargne de long terme, nous pensons qu'il faut prendre en considération la réalité de nos finances publiques et leurs évolutions probables à terme.

Cela signifie qu'un système d'épargne longue ne doit pas dépendre de la fiscalité au plan de la souscription de base, au risque d'être remis en question en permanence comme cela a été le cas pour les contrats assurantiels, voire le PERCO. Cela dissuade les employeurs, car ils sont incapables de maîtriser le coût de leur politique sociale (en particulier la retraite) sur plusieurs décennies. Par contre, son essor implique de modifier la fiscalité du capital pour encourager l'investissement.

Ensuite, croire que des avantages fiscaux à la souscription vont inciter les jeunes générations à développer un effort d'épargne individuelle dans une perspective de retraite est une forme de tromperie : car le budget de l'Etat étant durablement en déficit comme nous l'avons souligné, le poids de la dette déporté sur les générations à venir continue de grossir (2.166 milliards €). On donnerait donc d'une main un crédit d'impôt pour épargner pour sa retraite, tout en le reprenant, le moment

venu et certainement de façon majorée, lorsqu'il faudra bien rembourser les prêteurs qui financent notre endettement national¹¹. Ce n'est pas éthique au plan générationnel. Lorsque les Allemands ont mis en place leurs rentes « Riester » en 2001, l'enveloppe fiscale a été compensée par la suppression des avantages des contrats d'assurance-vie. Mais au final, les assureurs Outre-Rhin, mécontents au départ, y ont largement gagné par la suite. Et l'actuel excédent budgétaire allemand permet la continuité de cette aide, sans préjudice aucun pour les jeunes générations.

Par conséquent, la mise en place d'une retraite par capitalisation en France doit reposer sur un régime de droit commun, sans avantages fiscaux ou autres. C'est ce que nous proposons avec la « *Rémunération Différée de Retraite* » dont nous allons rappeler les mérites. Précisons que ce dispositif a été conçu à la base par Maître Bruno Serizay, l'un des meilleurs experts en protection sociale. Nous y travaillons ensemble depuis près de deux ans. La R.D.R. est désormais au point. Le dispositif est fiable fiscalement et juridiquement. Les amendements, très légers, sont prêts.

La mise en place de la R.D.R en 10 points

La RDR est un sursalaire de l'entreprise, transféré en gestion à un tiers « assureur » pour être capitalisé jusqu'au départ à la retraite. C'est un régime collectif à droit individualisé, donc facilement transférable.

1. C'est un dispositif contributif (assurance vieillesse et assurance maladie), ce qui souligne sa complémentarité à la répartition et non sa substitution, point essentiel pour les partenaires sociaux. Nous avons toujours considéré au sein de Generations E.R.I.C. qu'une retraite par capitalisation ne pourrait se mettre en place en France qu'avec l'adhésion des partenaires sociaux. Cette condition est donc respectée.
2. L'enveloppe est négociée d'ailleurs chaque année dans le cadre de la NAO (flexibilité qui permet aux entreprises de moduler leurs versements en fonction de leurs résultats et situation financière). Il n'est pas question d'imposer un taux de cotisation. Il faut que les salariés des TPE et PME aient accès aux dispositifs de retraite par capitalisation, ce qui implique que les dirigeants d'entreprise conservent une souplesse de gestion.
3. L'entreprise verse les cotisations sociales vieillesse et maladie chaque année, ce qui respecte les besoins d'équilibre financier de la Sécurité sociale. C'est la contrepartie d'un régime de droit commun responsable.
4. N'ayant aucun avantage fiscal, la R.D.R. bénéficie a fortiori d'un cadre stable (pas de forfait social, de CSG supplémentaires, etc.). La gestion de l'employeur est donc simplifiée et de fait, l'enveloppe de la R.D.R. peut être beaucoup mieux planifiée au plan de l'effort financier. Rappelons qu'en 2009, l'UIMM pensait déporter une partie des cotisations de prévoyance décès (tranche A) pour financer une retraite par capitalisation¹².
5. De son côté, le salarié n'est pas imposé puisque ne disposant pas des sommes versées : il ne réglera les cotisations sociale et l'impôt qu'à partir de sa retraite et sur la base des rentes versées (impact allégé puisque son taux d'imposition baisse à la retraite).

¹¹ La dette de l'État français, émise sur les marchés financiers, est détenue à 65 % par des « non-résidents ».

¹² Avec les tables de mortalité actuelles, le coût technique de la garantie prévoyance décès pour les cadres ne dépasse pas 1,2% ou 1,3% de la tranche A alors que depuis 1947, le taux a été fixé à 1,50 %.

6. La R.D.R est placée sous IORP (puisqu'il ne s'agit pas d'un contrat d'assurance). La gestion permet d'améliorer le rendement des fonds investis (on échappe au squeeze des taux bas). Ce faisant, on génère un flux d'épargne croissant avec une durée longue.
7. Le salarié ne versant aucune somme (sursalaire), il dispose pleinement de sa capacité d'épargne pour la verser dans un cadre collectif : par exemple un PERP d'entreprise ou un PERCO. Un contrat de pooling peut être mis en place pour gérer les encours de la R.D.R. et le second étage (PERP collectif, PERCO ou art.83). Cette option permet de calculer une rente prévisionnelle globale. Les salariés ont une meilleure information par rapport à leurs pensions futures.
8. Pour les TPE PME, la R.D.R. est négociée dans le cadre des branches et l'acceptabilité est favorisée par la flexibilité des versements chaque année comme nous l'avons indiqué. Il est néanmoins possible que dans certaines branches, un pourcentage « cible » de l'augmentation de la masse salariale soit fixée dans le cadre des accords. Mais la liberté de négociation reste totale. Autre intérêt de cette flexibilité : en étudiant la pyramide des âges de l'entreprise ainsi que la date d'entrée effective des jeunes, arrivant souvent tard sur le marché du travail, il est possible de faire des simulations pour « corriger » certaines trajectoires de constitution de droits en répartition.
9. La R.D.R. est très adaptée à la prise en compte d'une compensation pour poste à pénibilité (versus le compte pénibilité, trop complexe et qui coûte très cher).
10. Enfin la R.D.R. est simple à mettre en œuvre : création d'un article dans le Code du travail et 4 modifications légères ; création de 2 articles dans le Code de la Sécurité sociale et 6 modifications légères ; modification d'un article dans le Code des Impôts. Nous sommes loin d'un texte de loi de 200 pages. Tout cela, parce que l'on revient à un régime de droit commun.

L'autre élément structurel très intéressant de la R.D.R., c'est son caractère universel. Elle est tout à fait applicable, par exemple, à la fonction publique dans ses trois composantes. Rappelons que les dépenses de personnel de l'Etat au sens large atteignent 278 milliards d'euros en comptabilité nationale en 2014, soit près du quart de la dépense publique et 13 % de la richesse nationale. Sur la base d'un taux d'actualisation de 0,17 % net d'inflation, les engagements de retraite de l'Etat atteignent aujourd'hui 1.561 milliards d'euros fin 2014, soit l'équivalent de 75 % de notre dette publique. Il serait possible de mettre en place progressivement un complément de capitalisation, ce qui rassurerait certainement les fonctionnaires au regard d'engagements de retraite largement non provisionnés. Pour les TNS, il serait également possible d'adapter la R.D.R., la notion de « sursalaire » pouvant être transposée à une enveloppe de revenus de type BIC.

Et le financement de l'économie ?

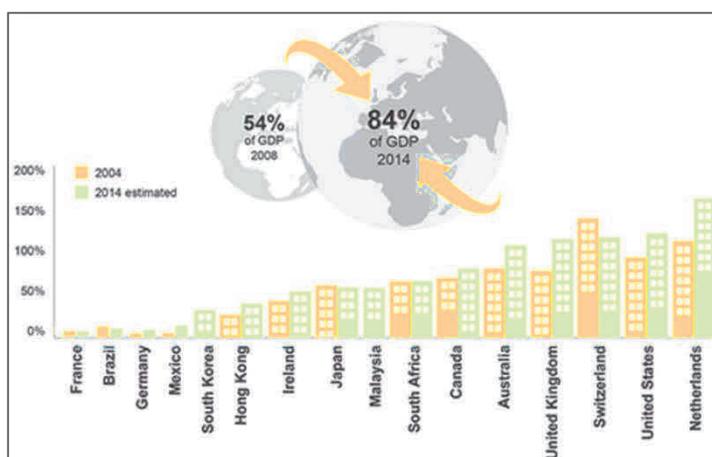
Au niveau macro-économie, le R.D.R. étant un dispositif « tunnel », sans sortie anticipée, elle va favoriser la génération de flux d'épargne longue (durant entre 50 et 70 ans avec les rentes). Hors cotisations patronales, la masse salariale annuelle française s'élève à environ 850 milliards d'euros, soit à peu près 1/3 du PIB annuel. Il suffit d'appliquer un taux de 0,50 % annuellement pour mesurer la montée en puissance du dispositif. Encore une fois, cette charge pourrait être compensée par une réaffectation de certaines cotisations sociales comme le proposait l'UIMM.

La montée en puissance de la R.D.R., qui pourrait se généraliser via notamment les branches, présente l'avantage de lisser les risques de marché en termes de gestion. Les flux deviennent réguliers et croissent. Cela permet aux gérants des fonds d'engager progressivement sur le moyen et long terme des capitaux sur des investissements à cash-flow volatils. Si l'on revient à notre analyse du financement de l'uberisation Outre-Atlantique, un méga fonds de pension comme CalPers, avec ses 255 milliards de dollars pour près de 3 millions de fonctionnaires, n'a aucune difficulté à consacrer 5 % de ses encours au financement des startups de la Silicon Valley. Mieux encore, l'engagement des fonds de pension permet de conforter un écosystème où figurent les « jeunes pousses », les clients potentiels et les investisseurs.

La R.D.R. est de nature à créer une nouvelle dynamique dont la Place financière de Paris aura bien besoin, face aux ambitions de plusieurs pays européens de devenir le Centre Européen des retraites, par exemple la Belgique ou le Luxembourg. Car la portabilité de la R.D.R. joue dans les deux sens : elle offre la possibilité de centraliser sur Paris les encours des fonds de pension européens de grands groupes français¹³, soucieux de massifier leur gestion et de centraliser le suivi de leurs engagements de retraite ; alors qu'une quinzaine de ces groupes étudient cette centralisation au Luxembourg ou en Belgique, la R.D.R. apporte le moyen de contrebalancer ce mouvement. Encore faut-il agir vite.

La R.D.R. a une fonction sociale. C'est aussi un outil de financement de l'économie marchande, en particulier des investissements de croissance. Comme le soulignait Emmanuel Macron, nous n'avons pas de fonds de pension. Cela fait cruellement défaut à l'économie française et à sa compétitivité. Or, la R.D.R. est un véhicule très similaire à un fonds de pension. Dans le contexte actuel (faiblesse de la croissance et aggravation de la compétition mondiale comme européenne), la R.D.R. se positionne comme un instrument indispensable, similaires à ceux dont disposent des pays européens concurrents. Le graphique suivant de Towers Watson parle de lui-même.

Global Pension Assets as a % of global GDP



Au regard de ces chiffres, ce n'est pas le simple transfert des contrats d'épargne-retraite assurantiels qui va nous permettre de rattraper notre retard et d'investir sur l'économie numérique. D'autres pays sont bien mieux placés en termes de moyens. Il faut par conséquent une autre dynamique et arrêter de tourner autour du pot ou des mots. Nous pensons que la R.D.R. peut créer cette dynamique et permettre d'ailleurs, dans une seconde étape, de faciliter le transfert des encours, car s'insérant dans un dispositif stable fiscalement et générant des flux.

¹³ Les entreprises françaises comptent 210 milliards EUR de promesses, ou dettes sociales, au profit des fonds de pension de leurs salariés. L'enjeu pour la Place financière de Paris est donc important.

Rien ne se fera sans une révolution « culturelle » réhabilitant le risque dans notre pays

Dernier point : on ne peut vouloir financer une économie à risques, ce qui est positif, tout en voulant tout sécuriser en termes de placement. C'est une contradiction majeure, déjà faite par Karine Berger dans son rapport sur l'épargne. A côté d'une épargne bilancielle théoriquement sans risque, de type Livret A ou PEL, il faut une épargne financière de long terme dont on doit accepter qu'elle s'investisse dans les valeurs d'avenir (3^{ème} révolution industrielle) qui vont faire l'emploi de demain. Il faut donc accepter de prendre du risque. Les contrats collectifs y aident, alors que les souscripteurs de produits individuels n'y consentent que par le biais d'un avantage fiscal.

Pour obtenir un rendement positif, il faut faire confiance à notre industrie de la gestion, l'une des meilleures en Europe, et aux mérites du long terme. Avec un cahier des charges de gestion ad hoc, incluant une gestion de type ALM dynamique, ainsi qu'un cadre prudentiel IORP 2 adapté (i.e hors bilan heulistique), il est possible de dégager un rendement sur longue période qui récompense l'épargnant de sa prise de risque. Un simple rappel le démontre : comme l'indique une étude de Towers Watson publié en septembre 2015, les actifs gérés¹⁴ par les 300 principaux fonds de pension ont doublé en 10 ans : ils atteignent 15.000 milliards US\$, soit 43 % des actifs mondiaux ! Un fonds de pension sait déterminer ses engagements au passif (pensions à verser aux retraités ou futurs retraités), sous réserve de choisir un taux d'actualisation pertinent. Il peut dans ce prolongement évaluer le rendement minimum à dégager à l'actif pour respecter cet engagement et y tendre sur la durée par une gestion diversifiée.

L'examen des rendements sur longue période montre que c'est possible, grâce aux placements en actions. Plus l'horizon temporel est long et moins les obligations sont attractives : sur un cycle de 8 ans minimum, en temps normal, il est possible de dégager un rendement des actions d'environ 4 % au-dessus des taux d'intérêt sans risque. Mais lorsque la politique monétaire et la répression financière se conjuguent pour créer un environnement de taux anormalement bas, cela complique forcément la recherche de rendement. On pénalise les produits de taux d'un côté et l'on crée des bulles spéculatives sur les actions de l'autre...

En d'autres termes, ce n'est pas la technique de gestion du fonds de pension qui est complexe, c'est l'incohérence des politiques économiques des Etats : ceux-ci veulent à la fois réduire le coût de leurs dettes souveraines à bon compte, si l'on peut dire, tout en voulant inciter à la prise de risque pour investir dans des secteurs d'avenir. La situation est pire dès lors que ces mêmes Etats laissent proliférer des réglementations inadaptées.

En résumé, il n'y aura pas de fonds de pension pour accompagner feu #NOE contrairement à ce que rapportait toute la presse le 9 novembre.¹⁵ L'on répond par le transfert des contrats de retraite supplémentaire à une question légitime des assureurs quant aux dégâts posés par une régulation inadaptée à leurs branches longues et au contexte monétaire actuel. Mais l'on ne crée pas le dispositif social de retraite par capitalisation destiné à aider les jeunes générations à ne pas verser dans la précarité au moment de leur cessation d'activité ; on ne met pas non plus en place le véhicule d'investissement dont notre économie a besoin en s'appuyant sur les flux réguliers d'une épargne longue. Pourtant, comme nous l'avons montré, une solution robuste au plan technique existe (la

¹⁴ Les fonds à prestations définies représentent encore 67 % des actifs gérés, en baisse au regard des 75 % affichés il y a cinq ans. (source Towers Watson).

¹⁵ Nouvelles opportunités économiques (Noé) : ce qu'il faut savoir par le JDN. Mise en place d'un fond de pension à la française : le but est de recueillir l'épargne publique pour la rediriger vers les start-up afin de permettre l'émergence de géants du numérique susceptibles de peser au niveau mondial.

R.D.R.), tout en respectant les prérogatives des partenaires sociaux, en particulier la contributivité à laquelle ils sont très attachés.

Nous n'avons pas rencontré jusqu'à présent de critiques sérieuses envers la R.D.R, alors que nous avons échangé avec de nombreux experts sur ce dispositif depuis plus d'un an. Nous n'avons pas non plus pris connaissance de dispositifs alternatifs respectant les contraintes que nous nous sommes fixées et que nous avons indiquées (contributivité, stabilité fiscale et sociale, flexibilité, etc.). Nous restons ouverts au débat sur la mise en place de la R.D.R., une vraie retraite par capitalisation, débat d'idées qui est la raison d'être d'un Think Tank attaché au bien commun et à une finance responsable.

Lionel TOURTIER
Délégué général de GENERATIONS E.R.I.C.

* * *