

Better Finance

Document d'information

Une Union européenne des marchés de capitaux pour la croissance, l'emploi et  
les citoyens

## Une Union européenne des marchés de capitaux pour la croissance, l'emploi et les citoyens

*« Pour être un succès, l'initiative « Union des marchés de capitaux » doit impliquer et attirer les citoyens européens, qui sont des investisseurs particuliers »*

### Document d'information

*« L'UMC ne pourra être un succès si elle est conçue uniquement pour répondre aux besoins des institutions financières. Elle doit également offrir une valeur ajoutée aux investisseurs. Les sources de financement de notre économie ne pourront être diversifiées que si les investisseurs sont incités à participer à cette initiative. »*

*« Il est absurde de créer un marché totalement intégré pour les investisseurs professionnels tout en maintenant un marché distinct, moins efficace et moins intégré, pour les investisseurs particuliers. »*

*« La protection des investisseurs doit être un élément clé de l'UMC en cours de création. »*

Steven Maijor, Président de l'ESMA <sup>1</sup>

### Résumé analytique

Better Finance, la Fédération européenne des usagers des services financiers, salue l'initiative de la Commission européenne et son livre vert « Construire une Union des marchés de capitaux » (UMC). Si elle est correctement structurée, l'UMC pourrait en effet contribuer à la relance de la croissance et de l'emploi en Europe.

Tout comme la Commission européenne, nous sommes convaincus que :

- L'Europe doit « trouver des façons de lier les investisseurs et les épargnants et la croissance »,
- Le coût du capital doit diminuer, en particulier pour les PME<sup>2</sup>,

---

<sup>1</sup> Discours de Steven Maijor « Protection des investisseurs et marché européen intégré de capitaux », prononcé lors de la Conférence internationale de Better Finance sur « Les droits des actionnaires en Europe à l'horizon 2020 », 9 décembre 2014

<sup>2</sup> « Je suis d'avis que nous assortissions les nouvelles règles bancaires européennes d'une Union des marchés de capitaux. Pour améliorer le financement de notre économie, nous devrions développer et intégrer davantage les marchés de capitaux. Cela pourrait réduire les coûts de financement, notamment pour les PME, et contribuer à réduire notre très forte dépendance en matière de financement bancaire. Cela permettrait aussi de renforcer l'attractivité de l'Europe en matière d'investissements. » Jean-Claude Juncker, Discours d'ouverture de la séance plénière du Parlement européen – Orientations politiques pour la prochaine Commission européenne, 15 juillet 2014 : [http://ec.europa.eu/priorities/docs/pg\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/docs/pg_fr.pdf) page 8

- « Il faut que les marchés de capitaux jouent un rôle plus important dans le financement de l'économie », et
- L'Europe doit « stimuler l'afflux de capitaux d'investissement institutionnels et de détail sur les marchés de capitaux ».

Better Finance constate toutefois avec inquiétude que le livre vert ne consacre qu'une seule page aux investisseurs particuliers (« de détail »), et que rien n'est envisagé pour cette catégorie d'investisseurs dans les priorités à court terme alors que les ménages européens sont la principale source de fonds pour le financement à long terme de l'économie européenne<sup>3</sup> et malgré le fait que la confiance des investisseurs a été gravement ébranlée, comme la Commission européenne l'a elle-même mesuré<sup>4</sup>.

### **Participation directe des investisseurs particuliers aux marchés de capitaux**

Notamment, le document ne contient aucune analyse du déclin de la détention directe de titres (actions et obligations) en Europe, ni aucune proposition de nature à permettre à nouveau aux particuliers d'investir davantage directement sur les marchés de capitaux, comme ils le faisaient il y a quelques décennies, ou à promouvoir l'actionnariat en Europe. Better Finance a élaboré des propositions allant dans ce sens (section deux : comment rendre les marchés de capitaux - actions et obligations - plus accessibles et attrayants à nouveau aux investisseurs individuels ) et dissipe des mythes inexacts selon lesquels les petits investisseurs européens seraient soi-disant davantage orientés « court terme » et plus réticents à la prise de risque que d'autres investisseurs (section un : le rôle prédominant des investisseurs particuliers dans le financement à long terme de l'économie).

Ces propositions incluent (liste complète en page 22) :

- Un marché unique et efficace de l'actionnariat au sein de l'UE, qui mette l'accent sur les droits et l'engagement des actionnaires
- Un traitement identique des actions et des obligations d'une part et des produits « packagés » de détail d'autre part
- Des marchés de capitaux faciles d'accès et transparents pour les investisseurs particuliers et les émetteurs de l'économie réelle, notamment les PME

### **Participation indirecte (« intermédiée ») des investisseurs particuliers aux marchés de capitaux**

Des mesures visant à protéger les investisseurs doivent également être prises pour que les investissements « institutionnels » – qui, de manière générale, se contentent de « packager » l'épargne des ménages européens tout en faisant de plus en plus supporter les risques d'investissement par les épargnants – offrent des rendements décents et transparents aux épargnants européens à long terme, coûts et frais déduits.

---

<sup>3</sup> Comme la Commission européenne le reconnaît elle-même dans son [livre vert sur le financement à long terme de l'économie](#), publié en mars 2013.

<sup>4</sup> Le 10<sup>e</sup> tableau de bord des marchés de consommation de juin 2014 classe en queue de peloton des marchés de consommation les produits d'investissement, les pensions privées et les valeurs mobilières : [http://ec.europa.eu/consumers/consumer\\_evidence/consumer\\_scoreboards/10\\_edition/docs/consumer\\_market\\_brochure\\_141027\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/consumers/consumer_evidence/consumer_scoreboards/10_edition/docs/consumer_market_brochure_141027_en.pdf)

Une future UMC doit améliorer la confiance des consommateurs dans les produits d'investissement, leur satisfaction par rapport à ces produits et la comparabilité de ces derniers. Better Finance a formulé à cette fin des propositions détaillées (section 3 : comment mieux se concentrer sur les marchés de capitaux à long terme, sur l'économie réelle et sur les PME en particulier).

Ces propositions incluent (liste complète en page 27) :

- Pour les citoyens européens et les autorités de surveillance : connaître les rendements réels à long terme et les frais totaux de tous les produits d'investissement « packagés », y compris, et surtout, des produits de retraite, qu'il s'agisse ou d'assurance-retraite ;
- Simplifier, standardiser et rationaliser l'ahurissante et coûteuse gamme de produits (rien que les fonds sont par exemple 4 fois plus nombreux et 8 fois plus petits qu'aux États-Unis)
- Taxer les transactions financières (Forex, produits dérivés, trading haute fréquence) mais pas les investissements dans l'économie réelle (actions non financières et obligations d'entreprise).

Enfin, la **surveillance et l'application** – au niveau public et privé – des règles de protection des investisseurs doivent devenir plus efficaces et être mieux harmonisées dans toute l'UE afin de restaurer durablement la confiance des investisseurs, aujourd'hui ébranlée.

Comme l'a souligné le Président de l'ESMA, les autorités européennes ne pourront bâtir une Union des marchés de capitaux efficace sans impliquer et attirer les investisseurs particuliers que sont les citoyens européens.

Les petits épargnants et investisseurs sont la principale source de financement des investissements, en particulier des investissements à long terme (section 1).

Ces investissements à long terme sont financés de deux façons :

- de manière directe, par des investissements dans des produits du marché de capitaux (actions, obligations), même s'ils sont moins importants qu'il y a quelques dizaines d'années (section 2) ;
- de manière indirecte, par des investissements dans des produits « packagés » par le secteur financier (fonds d'investissement, assurance-vie, fonds de pension, produits bancaires, etc.) : section 3.

Dans chacune de ces sections, nous analyserons :

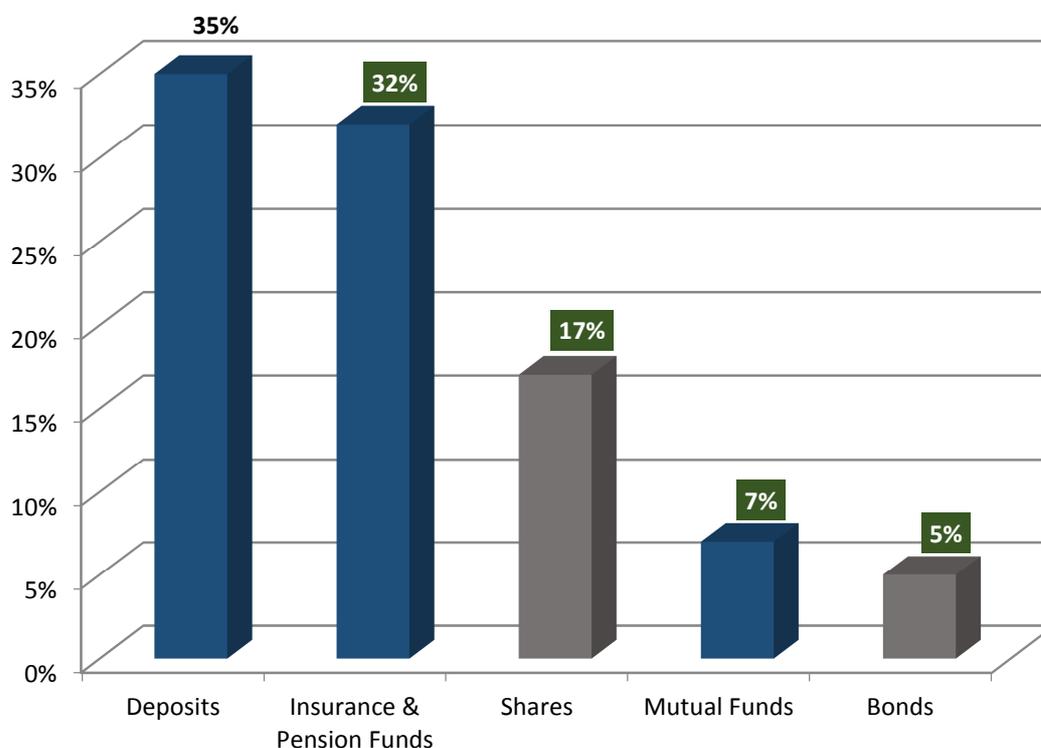
- comment l'épargne et les investissements des particuliers ont financé l'économie réelle et répondu à ses besoins, notamment en ce qui concerne les PME ;
- pourquoi cela n'a pas toujours été le cas ;
- quelles sont les mesures proposées par Better Finance dans le cadre de l'initiative de l'Union du marché des capitaux.

## 1. Le rôle prédominant des investisseurs particuliers dans le financement à long terme de l'économie

La Commission souligne elle-même que « les ménages sont la principale source de fonds pour le financement des investissements<sup>5</sup> » et que « les ménages européens sont les propriétaires directs ou les bénéficiaires indirects de 60 % des actifs financiers. »<sup>6</sup>

⇒ Les investisseurs particuliers ne privilégient pas le court terme : 62 % de leurs actifs sont investis dans des produits de placement à long terme

Tableau 1: épargne financière des ménages européens par catégorie de produit



Share of "packaged" products = 74%

Share of Long Term investment products = 62%

Source : ESMA<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne ; Commission européenne ; mars 2013

<sup>6</sup> Document de travail des services de la Commission sur l'UMC, page 32, février 2015

<sup>7</sup> ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, n°1, 2014

Contrairement à ce que prétendent trop souvent les documents ou discours officiels<sup>8</sup>, les investisseurs particuliers ne privilégient pas les investissements à court terme.

Comme le montre le tableau 1, 62 % de l'épargne financière des ménages européens est investie à long terme : fonds de pension, assurances-vie, actions, fonds et obligations. En outre, dans l'UE, les économies financières souvent ne représentent qu'une petite partie de l'épargne des ménages.

En prenant en compte leurs biens immobiliers, l'orientation de l'épargne à long terme des personnes est encore plus évidente. Les investissements à long terme représentant alors probablement au moins 90 % de leur épargne totale<sup>9</sup>. Cela n'a rien de surprenant puisque les investisseurs particuliers ont le plus souvent des objectifs à long terme : retraite, achat immobilier, éducation des enfants, etc.

L'on pourrait également affirmer que les produits d'investissement sont « vendus plutôt qu'achetés » et que l'importance relative de l'épargne bancaire peut en partie s'expliquer par le fait que les banques universelles encouragent l'abandon des produits d'assurance-vie à capital garanti au profit de dépôts à long terme, comme on l'a vu récemment en France, pour des raisons de rentabilité et d'ordre prudentiel. En outre, les incitants fiscaux en faveur des dépôts à vue expliquent également en partie l'importance des montants épargnés via ces produits (en Belgique et en France par exemple).

En ce qui concerne les investissements en actions – l'actif financier à long terme par excellence – la durée moyenne de détention est nettement plus longue chez les particuliers que chez les investisseurs « institutionnels », comme le montrent les tableaux 5, 6 et 8 sur l'évolution à long terme des marchés d'actions. Les statistiques européennes – lorsqu'elles existent – montrent certainement une évolution très similaire.

Au contraire, la comparaison montre que les « investisseurs institutionnels » privilégient moins le long terme et qu'ils font preuve d'une plus grande aversion au risque que les particuliers. Comme le montre le tableau 2 ci-dessous, les assureurs d'Europe occidentale ont diminué leur exposition sur les actions de 22 à 8 % entre 2001 et 2010<sup>10</sup>. Les investissements immobiliers ont vraisemblablement aussi diminué, alors que leur niveau était déjà peu élevé, tandis que les « autres investissements » sont passés de 10 à 5 % au cours de la même période. Ces tendances sont apparues avant la directive Insolvabilité II. Il est dommage de ne disposer d'aucune donnée postérieure à 2010 : la tendance à la baisse des placements en actions par les assureurs s'est selon nous confirmée.

---

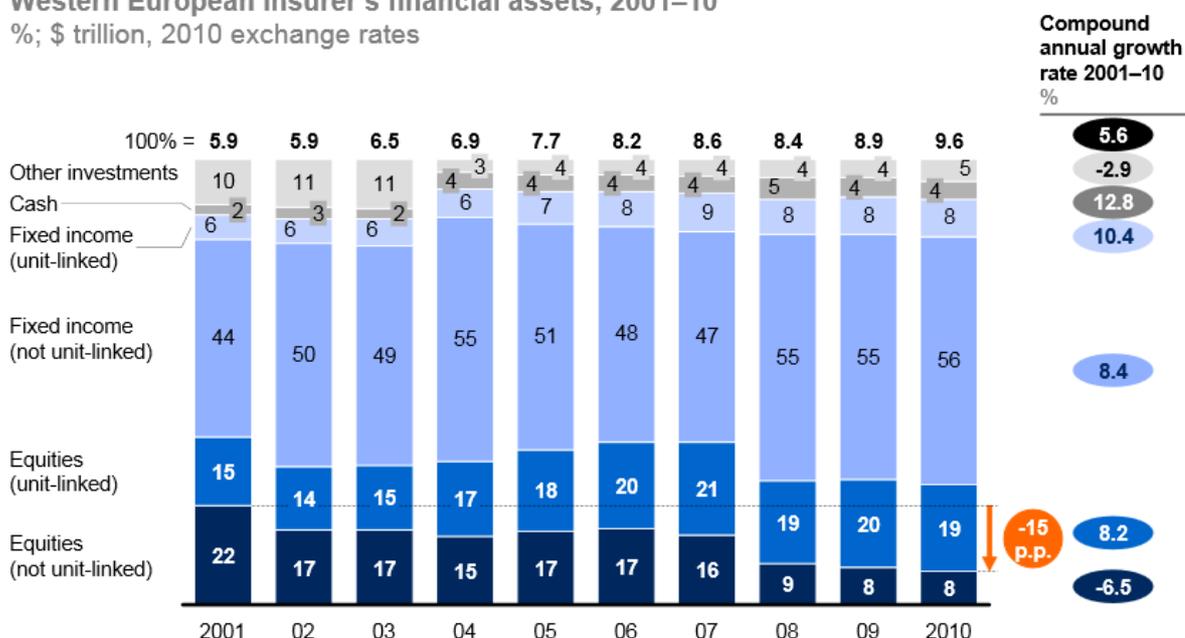
<sup>8</sup> Par exemple « *des taux d'intérêt très bas peuvent inciter les investisseurs de détail à modifier leurs préférences en termes de liquidité, et à privilégier le court terme.* » Commission européenne 06/11/2015, programme de la conférence sur l'UMC

<sup>9</sup> Selon le Document de travail des services de la Commission sur l'UMC, les actifs réels représentent 85 % des actifs bruts des ménages dans la zone euro. Les actifs financiers ne représentent que 15 % du total.

<sup>10</sup> Les assureurs ne sont pas les propriétaires économiques des placements libellés en unités de compte étant donné que le risque d'investissement est totalement ou majoritairement supporté par leurs clients – le plus souvent des particuliers – dans ce cas.

**Tableau 2 : Actifs financiers des assureurs d'Europe occidentale, 2001-2010**

**Western European insurer's financial assets, 2001–10**  
 %; \$ trillion, 2010 exchange rates



1 Includes investments for which policyholders bear the risk.  
 NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

Source: Roxburgh C., Lund S., Dobbs R., Manyika J., and Wu H., *The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape*, McKinsey Global Institute, exhibit A15, page 79, quoted by the EU IPO Report, mars 2015

En ce qui concerne les fonds de retraite – l'autre grande catégorie d'investisseurs « institutionnels » européens – nous constatons qu'entre 2000 et 2013<sup>11</sup>, les caisses de retraite britanniques ont réduit la part des actions d'entreprise en portefeuille, qui est passée de près de 50 % à moins de 25 %, malgré l'échéance généralement longue de leurs obligations de retraite. De la même façon, les fonds de retraite bulgares et les grands fonds de retraite français (RAFP, Prefon, Corem) ont investi moins de 20 % de leurs actifs en actions.

<sup>11</sup> Épargne retraite : les performances réelles. Édition 2014, Better Finance, Tableau 104 « Breakdown of self-administered pension fund asset holdings », page 181  
[http://www.betterfinance.eu/fileadmin/user\\_upload/documents/Research\\_Reports/en/Pension\\_Report\\_2014\\_FINAL\\_EN\\_FOR\\_WEB.pdf](http://www.betterfinance.eu/fileadmin/user_upload/documents/Research_Reports/en/Pension_Report_2014_FINAL_EN_FOR_WEB.pdf)

En revanche, les plans de retraite à cotisations déterminées, qui permettent aux participants de choisir la répartition des actifs et dont ces derniers supportent le risque d'investissement (« *instividual* » DC plans, comme on les appelle aux États-Unis) affichent par contre une exposition sur les actions souvent beaucoup plus élevée : PPM, le plan de retraite suédois à cotisations déterminées (60 millions), est investi dans des actions à concurrence de 80 %. Même tendance pour les participants des régimes français d'entreprise à cotisations déterminées (PEE et PERCO), qui ont investi 57 % en actions (y compris les actions des salariés).

Pour amener les citoyens européens/investisseurs particuliers à placer leur épargne dans des investissements à long terme dans l'économie réelle, il faut utiliser la politique de la carotte – mesures incitatives – et non du bâton. Ils souffrent en effet déjà de la « répression financière » qui – associée aux frais très élevés facturés par les institutions financières – entament actuellement trop souvent la valeur réelle de leur épargne.

Les avantages fiscaux destinés à promouvoir les investissements directs (par ex. plans d'épargne en actions), en particulier, sont de nature à soutenir la croissance, surtout s'ils apportent des fonds à des entreprises d'avenir en croissance et si la période de détention est longue. Pour illustrer ce qui précède, prenons l'exemple du Royaume-Uni et de son Finance Act de 2013 et de l'impact de cette loi sur le marché des investissements alternatifs (*Alternative Investment Market*, AIM). Le Finance Act permet en effet aux investisseurs particuliers d'investir dans des sociétés de l'AIM par le biais de leurs comptes d'épargne individuels (*Individual Savings Accounts*, ISA). Les ISA sont fiscalement intéressants étant donné que les particuliers ne paient aucun impôt sur les revenus de ces placements d'épargne ou sur les plus-values, et ce jusqu'à concurrence d'un montant annuel de 15 000 livres (en 2015). Les particuliers bénéficient d'autres exonérations fiscales (droit de timbre par ex.) lorsqu'ils investissent dans des entreprises en croissance. Un autre exemple est celui du PEA (plan d'épargne en actions) français qui exonère les investisseurs particuliers d'impôt et de taxe sur les revenus et les plus-value en cas de détention des actions (ou fonds d'actions) pendant une période supérieure à huit ans. Nous sommes conscients du fait que les avantages fiscaux ne doivent pas être le principal motif d'investissement. Toutefois, ils peuvent améliorer les rendements lorsque ces avantages ne sont pas « engloutis » par les frais et commissions élevés perçus par les producteurs. En outre, il ne doit y avoir aucune discrimination fiscale des actions au profit des investissements à court terme.

➤ **L'aversion pour le risque des particuliers est moindre qu'on ne le prétend habituellement<sup>12</sup>**

Better Finance n'a trouvé aucun argument convaincant permettant d'affirmer que les investisseurs particuliers auraient une plus grande aversion pour le risque que les autres catégories d'investisseurs. C'est en fait le contraire que nous avons mis en évidence.

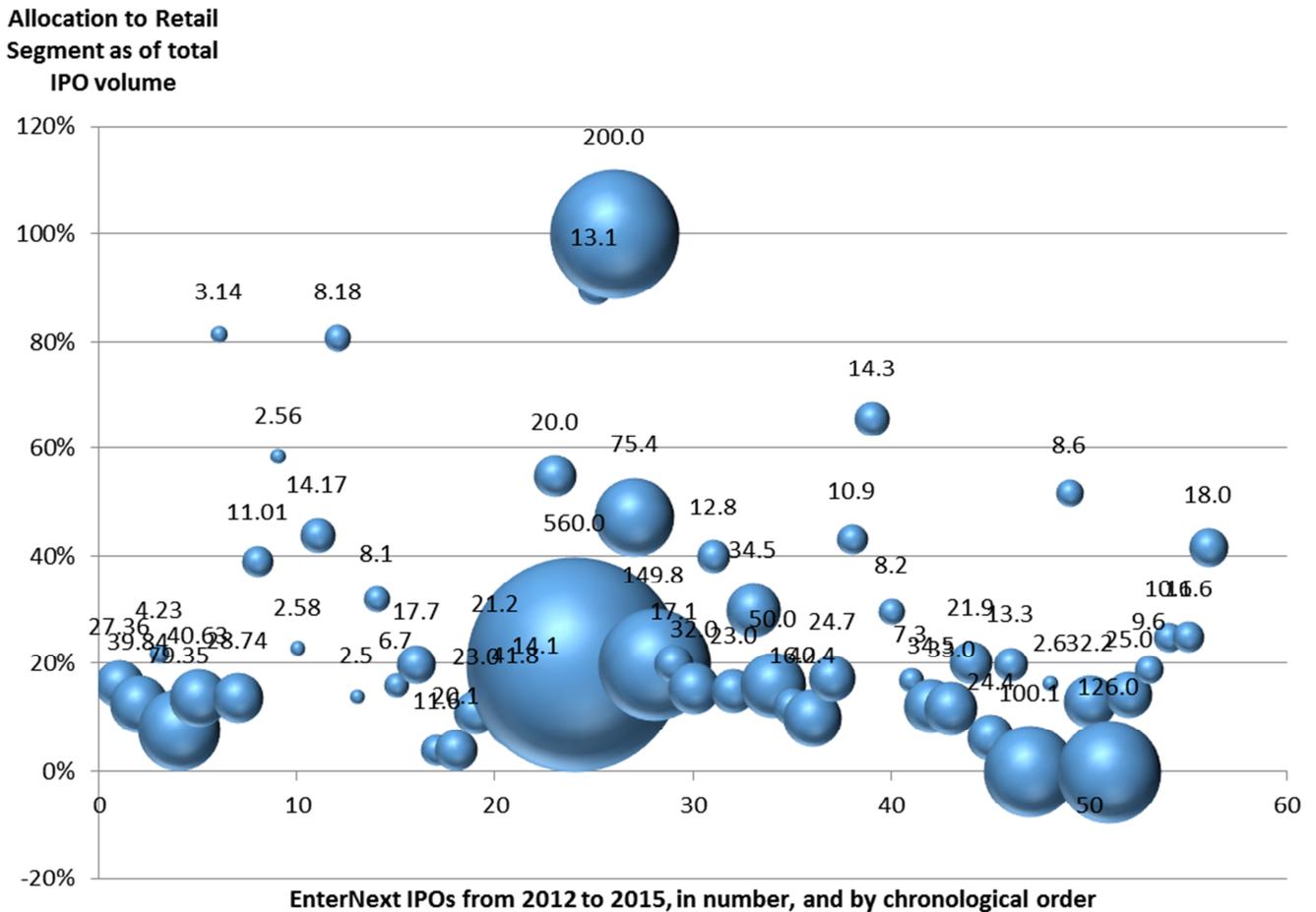
---

<sup>12</sup> Livre vert de la Commission européenne sur le financement à long terme de l'économie européenne : « *Les ménages préfèrent généralement les placements stables et faciles à liquider et fond désormais largement preuve d'une plus grande aversion au risque* ». [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0001.03/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0001.03/DOC_1&format=PDF)

Ainsi, la part des investisseurs particuliers impliqués dans des transactions sur le marché primaire (introductions en bourse) et secondaire pour PME (petites et moyennes capitalisations) est au moins deux fois plus importante que celle des marchés à grande capitalisation. Inversement, la part des investisseurs institutionnels sur ces marchés est nettement plus faible en ce qui concerne les PME. Qui a donc la plus grande aversion au risque ?

Le graphique 1 ci-dessous fournit quelques éléments montrant la participation généralement plus importante des investisseurs de détail au marché primaire des petites capitalisations, selon EnterNext (lieu alternatif d'inscription à la cote d'EuroNext). La **répartition aux activités de détail (moyenne pondérée)** des 56 nouvelles émissions EnterNext IP a été de **26,15 %** entre 2012 et 2015.

**Graphique 1 : Nouvelles émissions sur EnterNext, 2012-2015, répartition « détail »/Émissions, en millions d'euros**



Source : Better Finance, données Euronext

En fait les investisseurs particuliers sont opposés aux **produits d'investissement « à haut risque et à faible rendement »**. Prenons par exemple le produit d'épargne financière n° 1 en France (1 500 milliards d'actifs) : on constate que les investisseurs particuliers français sont souvent critiqués pour la priorité qu'ils donnent aux contrats d'assurance-vie à capital garanti (1 200 milliards d'euros), au détriment des produits libellés en unités de compte (300 milliards d'euros) qui investissent plus souvent dans des actions (de manière indirecte) et dans d'autres actifs à risque.

Et cela malgré les réels efforts de promotion et de publicité des intermédiaires de détail qui essaient d'inciter les particuliers à investir dans des contrats en unités de compte, bien plus rentables (vu que les frais sont de trois à quatre fois supérieurs à ceux facturés pour les contrats à capital garanti). Comme le montre une récente étude sur les performances réelles de l'épargne à long terme en Europe<sup>13</sup> menée par Better Finance (voir tableau 3 ci-dessous), les particuliers français ont été bien inspirés de privilégier les produits à capital garanti, comme le montrent les rendements comparés depuis le début de ce siècle :

---

<sup>13</sup> Épargne-retraite : les performances réelles. Édition 2014, Better Finance, [http://www.betterfinance.eu/fileadmin/user\\_upload/document/Research\\_Reports/en/Pensions\\_Report\\_2014\\_FINAL-EN\\_FOR\\_WEB.pdf](http://www.betterfinance.eu/fileadmin/user_upload/document/Research_Reports/en/Pensions_Report_2014_FINAL-EN_FOR_WEB.pdf)

### **TABLEAU 3 : Rendements à long terme des contrats d'assurance à capital garanti et des contrats libellés en unités de compte – France**

<b>Rendements réels des contrats d'assurance-vie français 2000-2013</b>		
	<b>Rendement à 14 ans</b>	<b>Rendement annuel moyen</b>
<b>Contrats à capital garanti</b>	+19.47%	+1.28%
<b>Contrats en unités de compte</b>	-14.35%	-1.10%
<b>Tous contrats (moyenne pondérée)</b>	<b>+9.47%</b>	<b>+0.91%</b>

Source : Better Finance, *Rapport sur les performances réelles de l'épargne retraite, édition 2014*

- **Les produits d'investissement à long terme destinés aux particuliers sont systématiquement les moins bien notés de tous les produits des marchés européens de consommation**

Les citoyens européens jouent un rôle de premier plan dans le financement à long terme de l'économie ; étant pour la plupart des investissements à long terme et qui ne sont pas aussi averse au risque que certains le prétendent. Mais cette catégorie a très peu confiance dans les services d'investissement à long terme qui leur sont proposés par le secteur financier, ainsi que le montre le tableau de bord annuel des marchés de consommation<sup>14</sup>. Depuis 2010, ce tableau de bord classe tout en bas des 31 marchés des services aux consommateurs le marché des « produits d'investissement, des retraites privées et des titres ».

Selon le tableau de bord européen des marchés de consommation, ce classement en bas du tableau de l'ensemble des marchés de consommation s'explique par les mauvais résultats de ce marché en termes de :

- confiance
- comparabilité
- facilité de conversion
- satisfaction globale des consommateurs

La récente enquête du CFA sur la confiance des investisseurs confirme ce manque de confiance affiché par les citoyens européens<sup>15</sup>. Il reste préoccupant en 2014, alors que l'UE a opéré une réforme de la réglementation financière depuis la crise financière de 2008.

<sup>14</sup> 10<sup>e</sup> tableau de bord des marchés de consommation -

[http://ec.europa.eu/consumers/consumer\\_evidence/consumer\\_scoreboards/10\\_edition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/consumers/consumer_evidence/consumer_scoreboards/10_edition/index_en.htm)

<sup>15</sup> Global Market Sentiment Survey, CFA Institute, 2014

[http://www.cfainstitute.org/Survey/gmss\\_2015\\_report.pdf?WPID=GMSSReportText&PageName=Main](http://www.cfainstitute.org/Survey/gmss_2015_report.pdf?WPID=GMSSReportText&PageName=Main)

Les raisons de ce manque de confiance des citoyens européens dans les prestataires et distributeurs de produits d'investissement sont analysées de manière plus détaillées dans les sections 2 et 3 ci-dessous.

## 2. Les marchés de capitaux européens et le rôle des investisseurs particuliers

### 2.1. Le rôle des marchés de capitaux dans l'UE, comparé à celui du financement bancaire, est encore surestimé

Comme le montre le tableau 4 ci-dessous, non seulement 76 % du financement de l'économie européenne est assuré par les banques mais celles-ci se sont en plus emparées d'une part très importante des marchés européens de capitaux : la moitié des titres à revenu fixe et 23 % de la valorisation boursière des actions. Ces pourcentages sont nettement supérieurs à ceux enregistrés pour les marchés américains de capitaux, pourtant beaucoup plus importants. Cette présence massive des banques sur les marchés européens de capitaux contribue fortement à en évincer les émetteurs de l'économie réelle.

**Tableau 4 : Financement bancaire et financement par le marché dans l'UE et aux États-Unis : comparaison**

	UE	EU
<b>Part du financement bancaire</b>	76%	27%
<b>Part du financement de marché</b>	24%	73%
Part des investissements des institutions financières en obligations	50%	40%
Part des investissements des institutions financières en actions	23%	16%

Source : Better Finance, Deutsche Börse, ECMI

Cette extrême dépendance de l'économie européenne à l'égard du financement bancaire s'explique entre autres par le syndrome « Too Big to Fail » (établissements trop grands pour faire faillite) ou par l'importance des institutions financières européennes d'importance systémique (Systemically Important Financial Institutions, SIFI). Les SIFI sont en fait de loin les principaux établissements émetteurs sur les marchés européens d'actions et d'obligations.

En incitant les SIFI à mobiliser davantage de fonds en actions et quasi-actions sur les marchés de capitaux, les règles de Bâle 3 et CRD IV ne peuvent que renforcer la sortie des SIFI de l'économie réelle. C'est l'une des grandes raisons pour lesquelles Better Finance, entre autres, recommande d'entreprendre une véritable réforme des structures bancaires de l'UE, en réduisant la taille des SIFI – notamment en réduisant leur réintermédiation des marchés européens de capitaux – afin d'atténuer l'effet d'éviction sur l'économie réelle.

## 2.2. Une vision étroite des marchés d'actions préjudiciable aux PME et aux investisseurs

La plupart du temps, lorsque les hommes politiques, les régulateurs, les acteurs du secteur financier et les médias parlent de « marchés d'actions », ils font en fait référence au marché des *blue chips* et non aux marchés boursiers mondiaux. Et c'est encore plus évident lorsqu'il s'agit des indices boursiers : il est toujours question d'indices étroits d'actions à forte capitalisation (une petite dizaine d'entreprise cotées en bourse) et non d'indices mondiaux élargis (grandes, moyennes et petites capitalisations). Certains ne parlent même que d'indices des cours, sous-estimant ainsi largement les performances des marchés d'actions en ne tenant pas compte des dividendes.

Ce biais « culturel » a un impact négatif sur les investisseurs, comme le montre le graphique 2 ci-dessous illustrant la situation sur le marché d'actions français. Depuis le début du XXI<sup>e</sup> siècle, les moyennes et petites capitalisations affichent des performances largement supérieures à celles des grandes capitalisations, au point que, malgré leur part réduite dans la valorisation totale des marchés d'actions, les indices « all tradable », qui regroupent toutes les sociétés cotées en actions, affichent des performances nettement supérieures à celles des *blue chips*, auxquelles les communications publiques font le plus souvent référence.

En outre, en France toujours, la Bourse de toutes les valeurs est la seule à avoir battu l'inflation depuis 2000, une performance que les grosses capitalisations et les indices étroits (« CAC40 » : seulement 40 entreprises) n'ont pas réussi à réaliser.

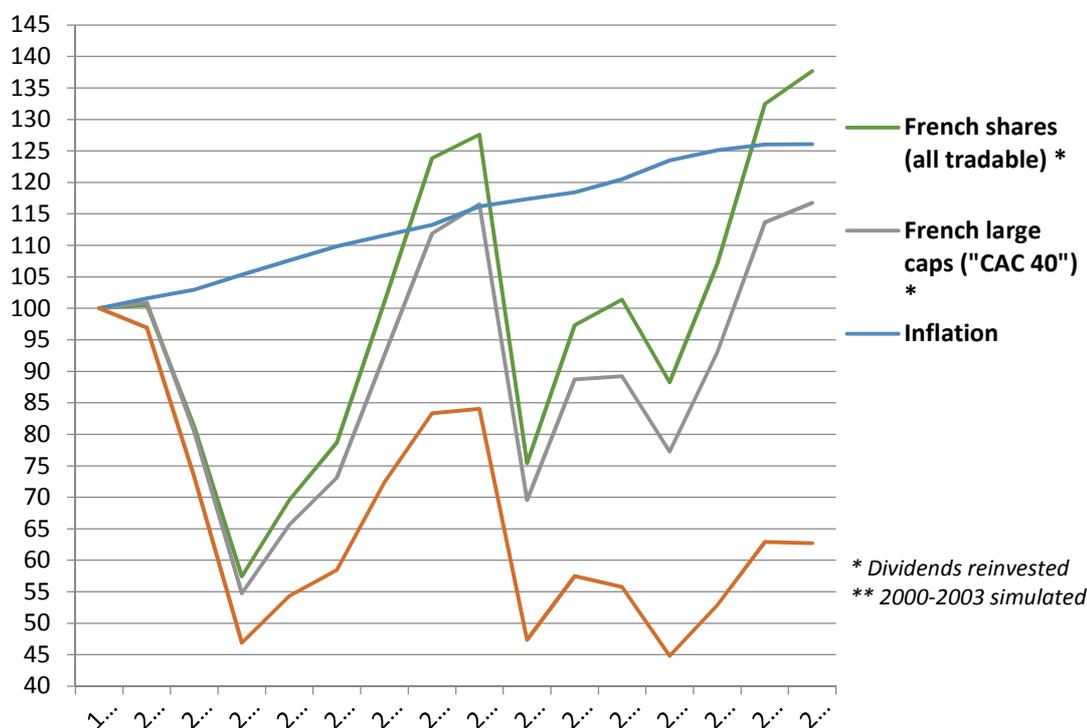
L'analyse d'autres marchés d'actions de pays développés met en avant des conclusions similaires. Ainsi, au cours de ces dix dernières années, l'indice américain S&P 500 (500 actions de grande capitalisation) a progressé de 71 %, tandis que le MSCI US Investable Market 2500 index (2500 actions) a gagné 123 %<sup>16</sup>, alors que le premier indice englobe environ 80 % de toute la capitalisation boursière américaine.

---

<sup>16</sup> Au 13 mars 2015

## Graphique 2 : Différence entre les performances des marchés d'actions et celles des actions

**Rendements : les produits d'épargne ont peu de points communs avec les « marchés de capitaux » (les fonds d'actions indiciels par exemple)**



Source: Better Finance

Si les investisseurs ratent le coche, ce n'est pas seulement à cause des rendements à long terme plus élevés, c'est aussi en raison d'un manque de communication, de promotion, de commercialisation et d'«éducation» des investisseurs, qui ne sont pas informés des avantages que peuvent leur apporter des investissements dans la totalité des marchés d'actions et sur les marchés des PME. Les particuliers n'ont pratiquement accès qu'aux données sur les indices étroits des grandes capitalisations et non à celles relatives aux indices boursiers généraux. En outre, ils ne se voient souvent proposer que des produits d'investissement relevant de la première catégorie (fonds, ETF). Les PME européennes sont également victimes de ce biais, car elles se trouvent *de facto* exclues des « marchés d'actions » qui font l'objet de communication et de promotion publique.

Il existe cependant des outils – des indices – pour la totalité des marchés d’actions et ils pourraient encore être développés davantage : ce sont les indices « élargis », « all tradable ». Les produits d’investissement pourraient en outre être davantage développés, comme cela a été le cas aux États-Unis<sup>17</sup>. La suppression de ce biais culturel pourrait dès lors améliorer l’attrait des investisseurs pour les PME cotées en bourse ou qui le seront bientôt. Cette mesure ne nécessiterait même pas l’adoption d’une nouvelle réglementation.

---

<sup>17</sup> Ainsi, les actifs rassemblés dans le fonds indiciel de l’ensemble du marché boursier américain du seul Groupe Vanguard (un des principaux indices et acteurs ETF) s’élèvent à 406 milliards de dollars et à 44 milliards de dollars pour le fonds indiciel du marché élargi qui n’inclut que les petites et les moyennes capitalisations, ainsi qu’une grande partie des fonds d’investisseurs particuliers. Il est bien sûr plus difficile de constituer des indices élargis que de reproduire des indices étroits d’actions très liquides, mais des techniques comme l’échantillonnage d’actions moins liquides et de plus petite capitalisation peuvent générer de très bons résultats en termes d’écart de suivi.

## 2.3 Pourquoi ce recul du rôle traditionnellement important des investisseurs particuliers sur les marchés de capitaux ?

Si les investisseurs particuliers participent moins aujourd'hui aux marchés européens de capitaux, ce n'est pas parce qu'ils sont soi-disant moins enclins à investir directement sur ces marchés<sup>18</sup>.

En fait, il est impossible d'être tenté par une solution spécifique si elle ne figure pas au menu : or, ces possibilités ne sont pas mises en avant, pas plus qu'elles ne sont communiquées ou expliquées aux investisseurs particuliers. En effet, il y a quelques dizaines d'années, les citoyens/investisseurs particuliers européens détenaient directement près de 40 % des actions des sociétés cotées en bourse en Europe : un bel appétit en effet !

### ➤ **Les intermédiaires financiers ont évincé les investisseurs particuliers des marchés d'actions**

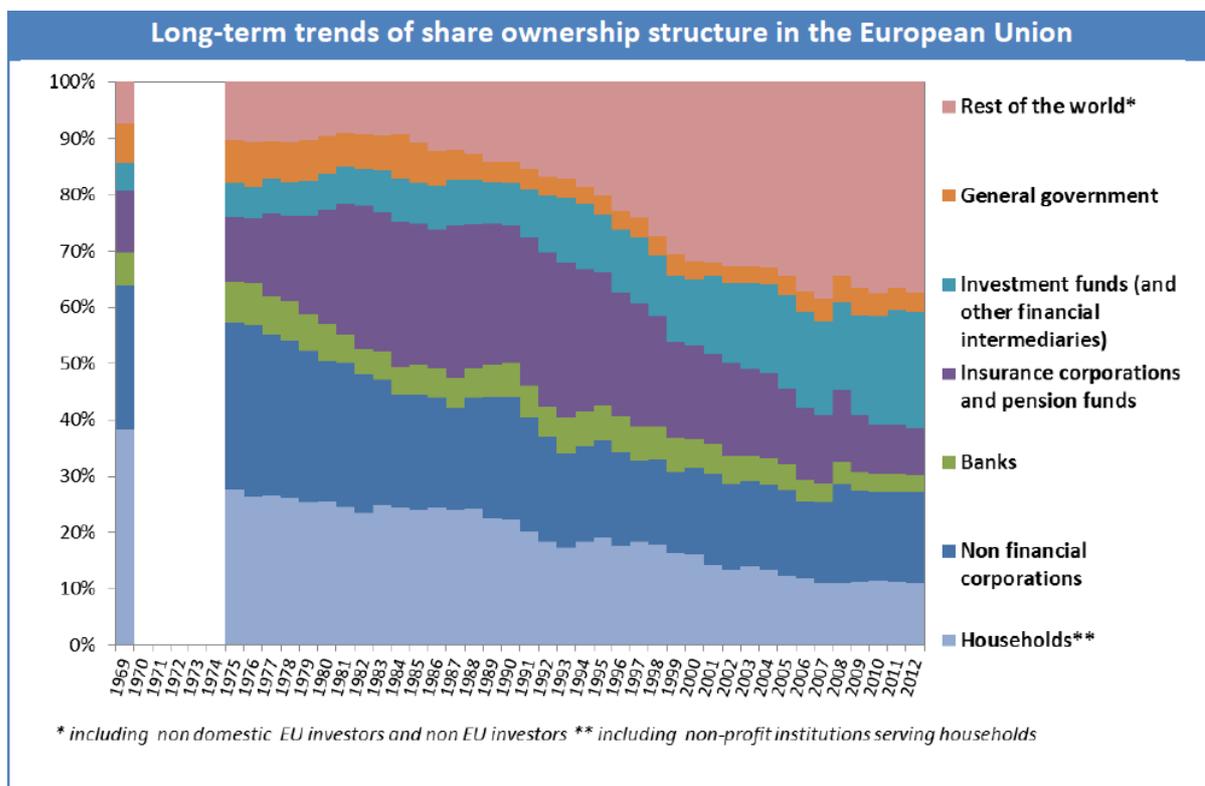
Le tableau 5 ci-dessous se base sur une étude réalisée récemment à la demande du Groupe des utilisateurs de services financiers (*Financial Services User Group*, FSUG).<sup>19</sup> Il montre que le recul de la détention directe d'actions d'entreprises cotées et domiciliées dans l'UE est en corrélation avec l'augmentation de la détention de fonds d'investissement, qui est passée d'environ 5 % il y a quarante ans à 25 % aujourd'hui. En effet, à partir des années 1970, les intermédiaires financiers « de détail » ont peu à peu arrêté de communiquer sur les actions et d'encourager leur acquisition par les petits investisseurs, et cessé de les informer sur les actions, obligations et marchés de capitaux, privilégiant la publicité, la promotion et la communication sur les produits d'investissement « packagés », notamment les fonds d'investissement, mais aussi les produits plus complexes, comme les contrats d'assurance libellés en unités de compte. Le tableau 6 met en avant une évolution similaire aux États-Unis au cours de ces dernières décennies, même si elle est moins marquée :

---

<sup>18</sup> Commission européenne, livre vert sur l'UMC, page 21 : « Dans l'Union européenne, les investisseurs particuliers sont généralement peu enclins à investir directement sur les marchés des capitaux »

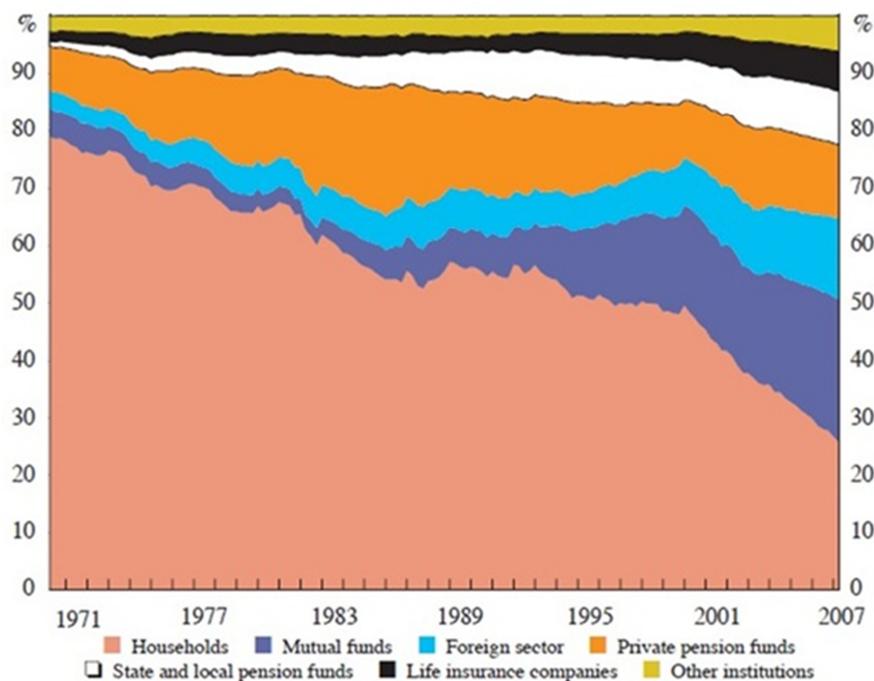
<sup>19</sup> « Who owns the real economy ? Evolution of the ownership of EU-listed companies between 1970 and 2012. » INSEAD – OEE, août 2013. [http://ec.europa.eu/finance/finservices-retail/docs/fsug/papers/1308-report-who-owns-european-economy\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/finservices-retail/docs/fsug/papers/1308-report-who-owns-european-economy_en.pdf)

**Tableau 5 : Évolution à long terme de l'actionnariat au sein de l'UE** <sup>20</sup>



<sup>20</sup> Ce graphique surévalue la croissance du « reste du monde » et sous-évalue la croissance des « fonds d'investissement ». La suppression des investisseurs non-domestiques mais domiciliés dans l'UE de la catégorie « investisseurs du reste du monde » – pour dégager une perspective paneuropéenne – permet de mieux rendre compte de la croissance des fonds d'investissement, car les investissements dans des fonds européens, par exemple luxembourgeois et irlandais, réalisés par des investisseurs européens d'autres États membres sont alors inclus. La part des fonds d'investissement européens est passée de 5 % en 1970 à 25 % (au lieu des 14 % repris dans le tableau 5 –perspective nationale). Selon cette même perspective paneuropéenne, la part du « reste du monde » en 2011 n'est alors que de 22 % (au lieu de 44 % selon la perspective nationale) en 2011. Voir « *Who owns the European economy* » (op.cit.) page 34

**Tableau 6 : Évolution à long terme de l'actionnariat aux États-Unis**



Si les investisseurs particuliers européens abandonnent les placements directs en actions et en obligations au profit des produits d'investissements « packagés » dans lesquels ils investissent de manière indirecte, c'est avant tout en raison de la rentabilité relative de deux catégories de produits d'investissement pour le secteur financier et les distributeurs : les produits « packagés » comme les fonds d'investissement, et les fonds d'assurance. Ces derniers génèrent des commissions et des frais plus intéressants, les frais d'entrée « de détail » des produits packagés étant généralement plus élevés que les frais de courtage sur les actions et les obligations. Qui plus est, la détention directe d'actions et d'obligations ne donne pas lieu à des frais annuels basés sur les actifs, qui constituent l'essentiel des revenus des fournisseurs et des distributeurs. Certes, les produits « packagés » peuvent bien sûr apporter des avantages aux investisseurs particuliers, comme la diversification et l'accès à une gestion professionnelle des actifs, mais, comme nous l'avons déjà mentionné, ces produits sont « vendus plutôt qu'achetés ». Ces avantages ne sont donc très probablement pas la principale explication à cette évolution.

Ce facteur « rentabilité pour les fournisseurs » explique également pourquoi les ETF indiciels ordinaires<sup>21</sup> – des produits d’investissement cotés en bourse, simples et de faible coût qui permettent aux investisseurs de détenir des portefeuilles diversifiés sur un marché ou un segment de marché donné – sont très majoritairement (à concurrence de 90 %) achetés par des investisseurs institutionnels européens (contre 50 % seulement aux États-Unis). Les intermédiaires financiers européens « de détail » ne communiquent pas sur ces produits, ne fournissent aucune explication et n’en encouragent pas l’achat, privant ainsi les investisseurs particuliers d’un véhicule simple et souvent efficace d’investissement sur les marchés de capitaux.

D’autres raisons ont également détourné les investisseurs particuliers des marchés de capitaux au cours de ces dernières décennies :

- ⇒ **L’extrême segmentation du marché est préjudiciable aux investisseurs particuliers et aux émetteurs de l’économie réelle**

La directive MIF I, qui a été mise en œuvre en 2007, est à l’origine de la fragmentation des marchés européens des valeurs mobilières. Aujourd’hui, les « marchés réglementés » (autrefois les Bourses) n’attirent qu’environ 40 % des transactions d’actions cotées en bourse. La grande partie des transactions étant exécutées au sein des Systèmes multilatéraux de négociation, des Internalisateurs systématiques et sur les marchés OTC, (y compris les « dark pools »). Les données relatives aux négociations (« pré-négociation » : meilleures offres et meilleures propositions ; et « post-négociation » : dernières transactions effectuées) n’ont pas échappé à cette fragmentation. Alors que le marché d’actions américain est bien plus important (voir tableau 7 ci-dessous), les « salles de marché » sont cinq fois plus nombreuses en Europe et les investisseurs particuliers et les émetteurs n’ont pas accès aux informations relatives aux négociations émanant de ces marchés parallèles aux marchés réglementés, si ce n’est à un coût extrêmement élevé. Avant l’ère de la directive MIF, les particuliers qui investissent dans des actions avaient accès, gratuitement, à des informations pré- et post-négociation détaillées, car à cette époque, la majorité des transactions étaient exécutées sur les marchés réglementés. La directive MIF II a renforcé la fragmentation des données pré- et post-négociation. Certaines nouvelles places de marché qui négocient des volumes importants ne fournissent même plus d’information pré-négociation (les « dark pools » par exemple). En ce qui concerne les valeurs à revenu fixe – un segment dominé par les marchés OTC – les investisseurs de détail n’ont pratiquement plus accès à aucune donnée, sauf si ces produits sont négociés sur un marché réglementé. Qui plus est, la directive MIF II n’imposera plus la communication de données suffisantes sur les titres à revenu fixe en temps opportun. La plupart des informations sur les produits à revenu fixe accessibles au public remonteront à nettement plus d’un quart d’heure. Cette situation est particulièrement défavorable aux investisseurs de détail : ils n’ont pas directement accès aux informations de la plupart des « places de marché », à l’exception de celles des marchés réglementés, qui restent pratiquement les seuls marchés transparents et faciles d’accès. Les Internalisateurs systématiques, les marchés OTC et même certains Systèmes multilatéraux de négociation restent également tout à fait opaques pour les investisseurs de détail.

---

<sup>21</sup> ETF : Exchange traded funds

La communication d'informations relatives aux négociations est obligatoire aux États-Unis, pour toutes les valeurs mobilières – actions et obligations – et toutes les places de marché, et donc pas uniquement les marchés réglementés – et fait l'objet de la surveillance de la SEC, le régulateur américain des valeurs mobilières.

**Tableau 7 : fragmentation des marchés d'actions européens**

	EU	USA
<b>Transactions sur les marchés d'actions (en milliers de milliards de dollars par an)<sup>22</sup>.</b>	14	44
Nombre de marchés d'actions	66	13

Source: WFE, ESMA and the SEC

La fragmentation des marchés de capitaux européens les rend opaques et complexes pour les investisseurs de détail. Toutefois, la fragmentation observée dans l'UE diffère de la fragmentation américaine, et est en fait plus marquée. Si les marchés américains se caractérisent aussi par la multiplicité des places de marché, ils ne sont pas soumis à des règles juridiques et fiscales différentes d'un marché – fragmenté – à l'autre. De même, la langue y est moins un obstacle qu'au sein de l'UE. La forte fragmentation des marchés et l'absence persistante de données de négociation accessibles aux investisseurs non-professionnels dissuadent, d'une manière générale, les investissements sur les marchés de capitaux de l'UE, comme l'a souligné une récente étude de l'AFME et du BCG.<sup>23</sup>

<sup>22</sup> WFE, 2014 Annual Statistics Market Highlights : chiffres pour respectivement l'Europe-le Moyen-Orient-l'Afrique et les Amériques.

<sup>23</sup> « 65 % des investisseurs interrogés, qui représentent environ 9 milliers de milliards de dollars en actifs sous gestion, ont identifié la fragmentation des marchés, c'est-à-dire l'absence d'information et de connaissances sur les différences entre les marchés, comme étant un facteur dissuasif pour les investissements » (« Bridging the growth gap : investor views on European and US capital markets and how they drive investments and economic growth », mars 2015)

Cette situation est particulièrement défavorable pour les investisseurs particuliers : ils n'ont en effet pas directement accès à la plupart des places de marché, à l'exception des marchés réglementés, qui restent les seuls marchés accessibles et transparents pour les investisseurs particuliers. Les Systèmes multilatéraux de négociation, les Internalisateurs systématiques et les marchés OTC leur sont le plus souvent étrangers. Les marchés de capitaux sont devenus plus complexes et opaques pour cette catégorie d'investisseurs. En outre, les règles relatives à la protection des investisseurs et à la transparence ont été considérablement assouplies pour les Internalisateurs systématiques et les marchés OTC, même lorsque ces places de marché commercialisent leurs services à des investisseurs particuliers.

En outre, les frais de courtage que doivent payer les particuliers n'ont pas sensiblement diminué et restent nettement plus élevés qu'aux États-Unis. Ainsi, la Commission européenne a indiqué<sup>24</sup> que « les courtiers en ligne américains sont meilleur marché que leurs homologues européens en ce qui concerne les transactions domestiques et, dans la plupart des cas, meilleur marché aussi pour les transactions transfrontalières », avant l'ère de la directive MIF. Selon les données de l'OXERA, en 2009, les commissions facturées par les courtiers de détail aux investisseurs de détail étaient de 19 bp sur les principales places financières et de 30 bp sur d'autres places financières<sup>25</sup>. Les associations membres de Better Finance n'ont pas constaté de réduction importante des frais de courtage facturés dans l'UE aux investisseurs de détail, et ceux-ci restent inférieurs aux frais de courtage américains.

⇒ **« Les marchés d'actions ont fait preuve d'une attitude totalement contraire à la notion d'équité et favorisent outrageusement les investisseurs armés de technologies de pointe par rapport aux investisseurs de détail »**<sup>26</sup>

Comme l'a souligné le Gouverneur de la Banque d'Angleterre, la directive MIFID et les règlements qui l'ont suivie ont clairement privilégié les intérêts des investisseurs professionnels des marchés de capitaux, au détriment de ceux des particuliers, lesquels sont aujourd'hui plus ou moins ignorés en tant que tels par le secteur et par les autorités publiques. Le fait que les investisseurs particuliers aient été inclus dans la catégorie « participants au marché » des parties prenantes par l'ancienne CERVM (Commission européenne de régulateurs des valeurs mobilières) et que l'autorité qui lui a succédé, l'ESMA (l'Autorité européenne des marchés financiers) les en exclut pour l'inclure dans celle des « consommateurs » illustre cette tendance.

---

<sup>24</sup> Cost of Execution of retail equity trades in Europe in 2005. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/draft/annex\\_3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/annex_3_en.pdf)

<sup>25</sup> « *Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services* ». Rapport préparé pour la Commission européenne, DG Marché intérieur et services. OXERA, mai 2011  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/2011\\_oxera\\_study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2011_oxera_study_en.pdf)

<sup>26</sup> Mark Garney, Gouverneur de la Banque d'Angleterre (Conférence sur le capitalisme inclusif, Londres, 27 mai 2014)

Qui plus est, les régulateurs européens eux-mêmes ont admis à quel point il est difficile d'identifier et de sanctionner les **abus de marché** à grande échelle. Or, ces abus ont certainement dissuadé les investisseurs particuliers d'investir davantage sur les marchés de capitaux. Reste à voir si les nouveaux règlements MAD/MAR sur les abus de marché seront mis en œuvre et appliqués au sein de l'UE.

Les abus de marché sont bien mieux sanctionnés aux États-Unis qu'en Europe ; l'application des sanctions a débouché sur l'emprisonnement de plusieurs éminents directeurs financiers aux États-Unis, tandis que des actions collectives (recours introduits par des particuliers) ont également permis à de nombreux investisseurs américains ayant été victimes d'abus de marché de se faire indemniser. L'UE reste ici à la traîne, malgré les efforts importants consentis par certaines autorités nationales de surveillance (outils d'identification des abus de marché développés récemment par la FSA/FCA au Royaume-Uni en particulier).

« *Les fraudes sur les marchés et l'intégrité du **reporting financier** comptent généralement parmi les principaux problèmes des marchés mondiaux* » (Global Market Sentiment Survey, CFA Institute 2015)

En ce qui concerne le **reporting financier**, l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*), qui est principalement financé par les autorités publiques et bénéficie du soutien de la Commission européenne, reste le seul groupe consultatif financier européen n'autorisant pas la représentation des investisseurs particuliers au sein de son conseil, et ce malgré les recommandations du rapport Maystadt<sup>27</sup>.

En ce qui concerne les informations communiquées aux investisseurs, le « **prospectus simplifié** » pour les actions et les obligations reste extrêmement peu convivial : il n'est ni formaté ni standardisé, il est parfois très long et les risques n'y sont pas pondérés. Il est rédigé en langage juridique plutôt que courant et est donc produit davantage dans une optique de décharge de responsabilité que dans une optique d'information des investisseurs. Enfin, ses informations ne sont absolument pas comparables à celles du DICI (document d'information clé pour l'investisseur) remis avec d'autres produits d'investissement et certaines données essentielles n'y figurent parfois même pas (comme le taux d'intérêt d'une obligation à taux fixe). Malheureusement, la dernière révision de la directive sur les prospectus et le règlement « PRIIP » n'ont pas résolu ce problème. C'est le cas par contre de la nouvelle et récente consultation sur la directive Prospectus<sup>28</sup>.

#### ⇒ **Obstacles à l'engagement des actionnaires particuliers et à la gouvernance d'entreprise**

La directive sur les droits des actionnaires étant encore en cours d'examen au niveau des autorités européennes, il n'existe pas encore de véritable marché unique des droits des actionnaires au sein de l'UE, comme l'a souligné la récente étude de Better Finance.<sup>29</sup> L'engagement des actionnaires particuliers peut sembler très limité si l'on en juge à leur participation aux assemblées générales des sociétés émettrices. Toutefois, cette faible participation s'explique en très grande partie par le fait que les procédures sont particulièrement difficiles d'accès.

<sup>27</sup> Recommandation 7 du rapport « *Should IFRS standards be more « European » ?* »

<sup>28</sup> Questions 27 et 28 de la consultation du 18/02/2015 :

[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document_en.pdf)

<sup>29</sup> Obstacles à l'engagement des actionnaires, rapport de Better Finance, 2012

L'exercice transfrontalier du droit de vote par des investisseurs particuliers de l'UE reste par moments difficile et est très souvent aussi trop coûteux, en raison d'une chaîne de responsabilité obsolète et des frais que facturent parfois les intermédiaires pour l'exercice transfrontalier du droit de vote. La fréquente double imposition des dividendes, ainsi que les procédures très fastidieuses de remboursement transfrontalier de la retenue à la source sur les dividendes et les intérêts, dissuadent également les particuliers d'investir à l'étranger.

Une première étape pourrait inclure les mesures suivantes :

- la gratuité, pour les investisseurs particuliers, de l'exercice transfrontalier du droit de vote au sein de l'UE ;
- la généralisation, par l'UE, des rares bonnes pratiques existantes d'élimination des obstacles à l'exercice du droit de vote, comme la Banca Monte dei Paschi di Siena<sup>30</sup>, en Italie, qui permet à ses clients de se procurer le certificat de vote via sa plateforme électronique « PasKey » ; et
- et l'introduction d'un formulaire européen pour le remboursement des retenues à la source sur les dividendes et intérêts, d'un formulaire commun pour le vote par procuration et d'une date d'enregistrement uniforme au sein de l'UE.

Il arrive aussi que les intermédiaires de détail, notamment au Royaume-Uni transfèrent les actions des investisseurs particuliers sur des comptes omnibus ou de nominée/d'intermédiaire, privant ainsi de fait ces actionnaires de leurs droits de vote. L'on peut s'étonner d'entendre certains intermédiaires financiers se plaindre de leur difficulté à identifier les actionnaires pour leur envoyer à temps le matériel de vote, alors qu'ils n'ont pas le moindre mal à identifier ces mêmes actionnaires pour leur payer les dividendes échus. Dans le même temps, l'on ne sait pas clairement qui autorise et qui bénéficie du prêt ou de l'utilisation à titre de garantie d'actions détenues sur ces comptes omnibus.<sup>31</sup>

Les actionnaires particuliers dont les actions sont conservées sur des comptes de nominée et qui perçoivent les dividendes devraient également avoir la possibilité d'exercer leur droit de vote gratuitement et facilement.

L'engagement des actionnaires particuliers bénéficierait également de l'élimination des obstacles à la création et à la gestion d'associations d'actionnaires d'une société émettrice donnée. Ces associations disposeraient du droit de vote au nom de leurs membres et ne seraient pas confondues avec les agents commerciaux qui votent par procuration, d'un point de vue réglementaire. Ces associations d'actionnaires devraient avoir accès aux mêmes informations d'identification des actionnaires que les émetteurs, étant donné qu'elles représentent des copropriétaires de la société émettrice.

---

<sup>30</sup> « Accord entre la Banca Monte dei Paschi di Siena d'une part, et la CONAPA et l'association des actionnaires particuliers MPS d'autre part ; » [http://www.conapa.eu/conapa/upload/files/20140210-Protocollo\\_Intensa\\_MPS.pdf](http://www.conapa.eu/conapa/upload/files/20140210-Protocollo_Intensa_MPS.pdf).

<sup>31</sup> Ces pratiques sont à présent beaucoup plus claires et protègent mieux les intérêts des investisseurs qui investissent dans des OPCVM et des ETF. L'ESMA exige aujourd'hui que 100 % des profits générés par les prêts de titres d'un portefeuille de fonds soient réinvestis dans le fonds.

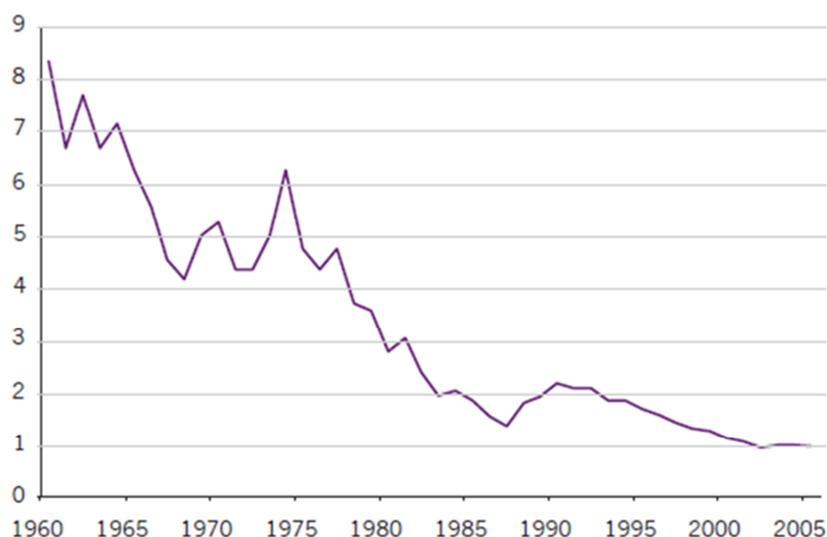
Enfin, nous sommes d'avis qu'une harmonisation de normes communes minimum pour la gouvernance d'entreprise au sein de l'UE pourrait rétablir la confiance des investisseurs privés dans les conseils d'entreprise.

#### 2.4. Pourquoi cette évolution est-elle préjudiciable à l'économie européenne et aux petits investisseurs ?

Comme l'a souligné la Kay Review<sup>32</sup> au Royaume-Uni, la **montée en puissance des « agency owners »** (des personnes qui sont légalement propriétaires des actions, mais qui n'en sont pas les propriétaires économiques ou effectifs) et la vision à court terme des gestionnaires de fonds (illustrée par le taux de rotation au sein de leur portefeuille) nuisent à la participation des investisseurs dans les entreprises dont ils détiennent des actions. Cette situation a un impact défavorable sur la gouvernance d'entreprise et la pérennité des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Le tableau 8 ci-dessous montre que la **diminution de la période moyenne de détention d'actions** aux États-Unis (NYSE) est allée de pair avec la diminution de la détention directe de ces mêmes actions par les particuliers. Il ne faut pas s'en étonner puisque les petits investisseurs misent essentiellement sur le long terme et que le taux de rotation de leur portefeuille est bien plus faible que celui des autres catégories d'investisseurs. Une évolution similaire devrait normalement être observée dans l'UE.

**Tableau 8 : Période de détention moyenne d'une action - NYSE**



Source: Bolton P and Samama F. « Loyalty-Shares : Rewarding Long-term Investors » *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 25, page 75 (été 2013)

<sup>32</sup> The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, juillet 2012.  
[http://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253454/bsi-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf](http://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bsi-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)

Dans l'actuel contexte de taux d'intérêts plancher et de répression financières, les investissements directs dans des actions, des obligations et des ETF indiciels, offriraient aux ménages européens de meilleures chances d'obtenir un **rendement décent pour leur épargne à long terme**, c'est-à-dire qui assure, au minimum, la protection de sa valeur réelle après inflation. Les perspectives offertes par les fonds d'obligations de détail, par exemple, sont en effet peu attrayantes, lorsqu'on sait que les obligations publiques à 10 ans rapportent actuellement entre 1 et 2% en Europe occidentale et que les frais annuels moyens pour les fonds obligataires (hors frais d'entrée) sont compris entre 0,40 % et 1,00 %, voire plus ou plus. Investir directement dans des obligations pourrait être plus judicieux lorsque la transparence est garantie et que les particuliers ont accès aux marchés obligataires.

Le déclin de la détention directe de titres par les citoyens européens a un impact économique et politique encore plus profond : l'Europe est passée d'un **type de capitalisme financier** où le lien entre propriétaires et entrepreneurs/gestionnaires a été mis à mal, et où le pouvoir décisionnel se retrouve de plus en plus entre les mains des institutions financières. La détention directe et individuelle de valeurs mobilières doit donc être à nouveau encouragée – au lieu d'être découragée – comme c'était encore le cas ces dernières décennies, afin de mieux aligner les intérêts des participants aux marchés financiers sur ceux de l'économie réelle et de stimuler ainsi la croissance et l'emploi.

L'évolution récente – le passage de la détention directe de titres à des produits d'investissement « packagés » a également un impact très négatif sur la **culture financière** des particuliers, en particulier sur les connaissances relatives aux actions, aux obligations et aux marchés de capitaux, et aux avantages qu'ils offrent à l'économie et aux investisseurs.<sup>33</sup>

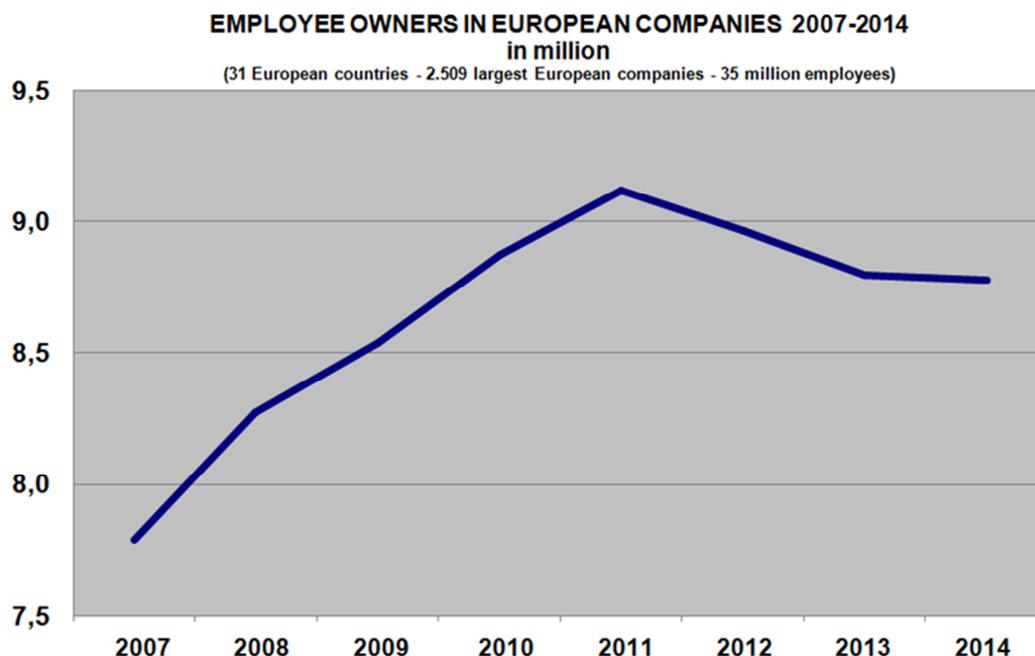
En effet, les citoyens adultes européens ont deux grandes occasions d'en savoir plus sur les actions, les obligations et les marchés de capitaux : lorsqu'ils sont en contact avec leur intermédiaire financier ou sur leur lieu de travail. Comme nous l'avons vu ci-dessus, l'intermédiaire « de détail » lui-même ne possède absolument pas assez de connaissances sur les marchés de capitaux, les actions et les obligations, étant donné que dans la plupart des cas, il a cessé d'en faire la publicité et de les vendre il y a déjà bien longtemps, privilégiant des produits packagés plus complexes et qui lui rapportent davantage grâce aux frais facturés. Il convient de redonner une place équitable aux actions et aux obligations dans la distribution de produits financiers de détail.

Le lieu de travail peut être une autre occasion d'éduquer les citoyens européens, en particulier en **encourageant l'actionnariat des employés**. Cet actionnariat, qui représente globalement une partie non négligeable des portefeuilles d'actions des particuliers, a progressé dans le passé même s'il semble être dernièrement en perte de vitesse (voir tableau 9 ci-dessous). L'actionnariat des employés doit être encouragé, tout en préservant la diversification de leur épargne.

---

<sup>33</sup> Pour en savoir plus sur cet aspect : « *An investor Viewpoint : The fall of Financial Literacy* » de Guillaume Prache, dans le rapport de l'EFAMA « Building Blocks for industry Driven Investor Education Initiatives », mars 2014. [http://www.efama.org/Shared%20Documents/EFAMA\\_Investor\\_Education\\_Report.pdf](http://www.efama.org/Shared%20Documents/EFAMA_Investor_Education_Report.pdf)  
<http://www.efama.org/Pages/EFAMA-Investor-Education-Report-Unconvers-Widespread-Financial-Illiteracy-across-Europe.aspx>.

**Tableau 9 : Employés actionnaires dans les entreprises européennes**



Source : FEAS, Fédération européenne de l'actionnariat salarié

**==> Propositions de Better Finance pour améliorer l'accès des investisseurs particuliers aux marchés de capitaux (actions et obligations cotées en bourse) ainsi que leur attrait :**

1. Rétablir la confiance des investisseurs dans les marchés de capitaux : lutte plus efficace contre les abus de marché dans l'UE et application des règles de la directive MIF (exécution optimale, règles de conduite, informations trompeuses, etc.)

Il s'agit donc d'améliorer encore davantage l'efficacité et la convergence de la surveillance, de mettre en place des mécanismes d'action collective pour tous les investisseurs privés européen (recours introduits par des particuliers) et d'améliorer l'identification et la sanction des abus de marché.

2. Réhabiliter les investissements en actions (en particulier pour les PME) – il s'agit en effet du produit d'investissement à long terme le plus simple et le plus liquide – ainsi que l'actionnariat particulier (y compris l'actionnariat des employés) en garantissant le traitement équitable des titres simples sur le point de vente de détail.

3. Faire en sorte que les hommes politiques, les responsables politiques, le secteur et les médias arrêtent de confondre les « marchés d'actions » avec le seul segment des grandes capitalisations, en se référant à partir de maintenant à des indices élargis « all tradable » – et non à des indices « *blue chips* » étroits – qui incluent les émetteurs d'actions de petite et de moyenne capitalisation et non pas uniquement les grandes capitalisations.

4. Éliminer les obstacles à la participation des actionnaires particuliers, en particulier en leur garantissant l'exercice gratuit, simple et aisé du droit de vote transfrontalier, faire appliquer les droits de vote réels des actionnaires dont les titres sont détenus sur des comptes omnibus ou de nominée, et octroyer aux actionnaires particuliers de toute entreprise cotée en bourse sise dans l'UE des droits d'association à part entière.

5. Améliorer le prospectus simplifié des actions et des obligations en proposant un prospectus convivial, formaté, succinct et comparable au DICI pour les fonds et au futur DICI pour les PRIIP et éventuellement les « PBS » pour les participants aux fonds de pension (proposition de révision de l'IRP de la CE) et le DICI pour les produits de retraite personnelle (actuel travail de l'AEAPP pour le compte de la CE). La proposition de l'ESMA qui préconise une base de données centralisée pour tous les prospectus serait alors plus utile.

6. Réduire la fragmentation du marché, limiter les *dark pools* et les marchés OTC ; imposer aux nouvelles places de négociation (par exemple : Internalisateurs systématiques – en général de grandes banques – qui vendent des warrants sur actions sans respecter les règles d'exécution optimale applicables aux marchés réglementés pour aider les investisseurs profanes) les mêmes exigences de transparence que celles qui s'appliquent actuellement aux marchés réglementés ou interdire la promotion de ces places auprès des particuliers.

7. Des informations « négociation » facilement accessibles, gratuites et complètes<sup>34</sup>, pour les investisseurs en actions particuliers (non-professionnels) dans un délai raisonnable, données émanant non seulement des marchés réglementés (qui les communiquent toujours) mais aussi d'autres places de marché – places postérieures à la directive MIF comme les Systèmes multilatéraux de négociation, les Internalisateurs systématiques, les « *dark pools* » et les marchés OTC, qui, ensemble représentent aujourd'hui plus de la moitié des transactions sur actions.

8. Assurer un accès aisé et facile des investisseurs de détail à tous les grands marchés de capitaux : la transparence du marché est en corrélation avec l'accès de détail (voir crise des marchés obligataires en 2007/2008) : améliorer la transparence des marchés à revenu fixe et l'accès des investisseurs de détail aux données sur les transactions obligataires.

9. Tout recours à la titrisation doit être hautement standardisé et rester aussi simple que possible ; les banques doivent continuer à y « risquer leur peau ».

---

<sup>34</sup> Les investisseurs particuliers ont toujours eu accès aux informations relatives aux marchés réglementés dans un délai raisonnable ; ils bénéficient d'un accès gratuit aux informations post-négociation ainsi qu'aux informations figurant sur un extrait des carnets d'ordres : il s'agit, d'une manière générale, des cinq ou dix meilleures offres de vente et d'achat à un moment donné.

10. Aligner les règles de divulgation des informations relatives aux prêts de titres et les règles de distribution des bénéfices pour l'actionnariat sur celles applicables à la détention d'OPCVM. Les nouveaux prêts de titres doivent être interdits, ainsi que la remise en nantissement de titres, comme c'est déjà le cas au Canada.

11. Harmoniser rapidement les règles relatives aux prêts et aux investissements de type crowdfunding au sein de l'UE afin de créer et de développer un marché unique et solide pour le crowdfunding, tout en garantissant une concurrence équitable avec les autres marchés de capitaux.

12. Une Union des marchés européens de capitaux pour la croissance, l'emploi et les citoyens doit contribuer à promouvoir l'actionnariat des employés, en tant que base importante de la détention d'actions en Europe, par le biais de mesures fiscales incitatives comme celles adoptées récemment au Royaume-Uni.

13. Une plus grande harmonisation dans le domaine du *reporting* financier – normes IFRS – de la législation sur l'insolvabilité et au niveau fiscal (pour mettre fin à la double taxation des dividendes et d'autres revenus d'investissement dont sont victimes les investisseurs transfrontaliers au sein de l'UE).

### **3. Produits européens d'investissement intermédiés (« packaged ») : comment mieux se concentrer sur les marchés de capitaux à long terme, sur l'économie réelle et sur les PME en particulier.**

« L'épargne à long terme se heurte également souvent à l'incapacité des intermédiaires financiers à offrir un rendement attrayant, ainsi qu'aux coûts de l'intermédiation. » (Document de travail des services de la Commission pour le livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne, 2013). Toutefois, le dernier document de travail de la Commission sur l'UMC<sup>35</sup> n'identifie pas les rendements et les prix (frais/commissions) parmi les « obstacles aux investissements des ménages sur les marchés de capitaux ». En fait, le livre vert ne mentionne même jamais le terme « frais ».

La réhabilitation des investissements des investisseurs particuliers en actions et en obligations n'éliminera cependant pas la nécessité d'améliorer les rendements nets à long terme des produits d'investissement intermédiés « packagés » – des produits d'investissement qui pourraient, et devraient, rester le principal véhicule d'épargne financière à long terme des particuliers. En effet, la majorité des citoyens ont besoin de services de gestion et de conseils professionnels pour leur épargne et leurs investissements à long terme. Même les gestionnaires d'actifs professionnels utilisent des produits d'investissement packagés pour investir dans des actifs ou des classes d'actifs qu'ils ne connaissent pas bien.

---

<sup>35</sup> « *Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets* », qui accompagne le livre vert sur l'UMC, février 2015. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015SC0013&from=EN>

L'UMC a pour vocation de minimiser les frais d'intermédiation supportés par les emprunteurs à long terme et d'offrir des rendements décents aux investisseurs à long terme. Des emplois pourront ainsi être créés étant donné que la réalisation d'objectifs identiques (de pension, etc.) nécessitera de moindres volumes d'épargne : l'on peut ainsi espérer une relance de la consommation et un effet de richesse. Si ce n'est pas le cas, l'UMC sera très certainement un échec.

**==> Les régulateurs financiers sont largement sous-informés des rendements passés et des coûts des produits d'investissement packagés**

La très mauvaise place des marchés des produits d'investissement dans le classement des marchés européens de consommation s'explique en grande partie par l'absence d'informations appropriées, claires et fiables sur les rendements, qu'il s'agisse des rendements futurs ou passés ! Les autorités européennes de surveillance elles-mêmes n'ont pas ménagé leurs efforts pour recueillir, analyser et communiquer des données sur les performances passées des produits d'investissements packagés. Pourtant, à ce jour, elles n'ont pu en fournir aucune. Cette situation est très rare sur l'ensemble des marchés de consommation. Seule l'ESMA communique les « rendements des investissements de détail »<sup>36</sup> mais il s'agit en fait des rendements des marchés des capitaux, et non de ceux des produits packagés (fonds, assurance-vie, etc. comme dans le tableau 1 ci-dessus). L'ABE et l'AEAPP n'ont encore communiqué aucune information sur les rendements des produits d'épargne et d'investissement relevant de leurs compétences de surveillance.

Pour garantir à l'avenir le respect de cette obligation légale, il conviendra de doter les AES d'un niveau de ressources adéquat pour qu'elles puissent améliorer leurs capacités de collecte de données : on ne peut en effet gérer efficacement que ce que l'on peut mesurer.

**==> Deux récents rapports de recherche indépendants confirment les rendements souvent médiocres**

Deux récents rapports de recherche indépendants ont essayé de combler les lacunes des autorités de surveillance et des autorités publiques en évaluant les performances passées des produits d'investissement de détail. Recueillir toutes les données pertinentes s'est révélé difficile. Ainsi, les chercheurs ne sont pas parvenus à trouver des données consolidées, accessibles au public, sur la moyenne des frais d'entrée facturés réellement aux investisseurs particuliers. Ils ont donc dû procéder par estimations. Ces deux études valident et confirment le document de travail des services de la Commission cité plus haut.

Le rapport le plus complet est – depuis 2013 – le rapport annuel sur les performances de l'épargne à long terme et de l'épargne retraite de Better Finance, réalisé avec l'aide d'experts et d'universitaires indépendants<sup>37</sup>. Il couvre à présent 75 % de la population européenne et un large éventail de produits packagés à long terme (fonds de retraite professionnelle, assurance-vie, plans de pension personnel, etc.)

<sup>36</sup> <http://www.esma.europa.eu/page/Trends-risks-and-vulnerabilities-financial-markets>

<sup>37</sup> Épargne-retraite : les performances réelles, édition 2014, Better Finance  
[http://www.betterfinance.eu/fileadmin/user\\_upload/documents/Research\\_Reports/en/Pensions\\_Report\\_2014\\_FIN\\_AL\\_-\\_EN\\_FOR\\_WEB.pdf](http://www.betterfinance.eu/fileadmin/user_upload/documents/Research_Reports/en/Pensions_Report_2014_FIN_AL_-_EN_FOR_WEB.pdf)

Il montre à quel point les rendements des produits packagés sont différents et beaucoup plus bas de ceux des marchés de capitaux sous-jacents. Depuis le début de ce siècle, une série de ces produits n'ont pas réussi à protéger la valeur nette de l'épargne européenne (net d'inflation). L'exemple du tableau 10 ci-dessous en témoigne.

### Tableau 10 : Exemple : rendements à long terme d'un produit « assurance-groupe pension » belge

#### Performances sur 13 ans des marchés de capitaux et des fonds de retraite professionnelle : comparaison (2000 to 2012)

Performances des marchés de capitaux (indice de référence\*)

Rendement nominal	+48%
Rendement réel (avant impôts)	+11%

**Performances du fonds**

Rendement nominal	+8%
Rendement réel (avant impôts)	-19%

\*50 % actions / 50 % actions (MSCI World Equity index et JPM Euro Bond Index)

L'autre étude, parrainée par le Groupe des utilisateurs de services financiers (FSUG, *Financial Services User Group*, FSUG de la Commission européenne) en 2014, s'est concentrée sur les OPCVM<sup>38</sup>. Elle montre qu'au cours de ces dix dernières années, une majorité de ces fonds ne sont pas parvenus à battre les performances de leurs indices de référence. En outre, les chercheurs n'ont pas été en mesure de différencier les fonds proposés et vendus aux particuliers et ceux offerts uniquement aux grands investisseurs « institutionnels ». Si l'étude avait pu isoler les rendements passés des premiers, les rendements moyens mis en évidence auraient été probablement encore plus médiocres.

Les deux rapports épinglent les coûts et les frais comme principale explication à la médiocrité des rendements moyens

⇒ La suroffre de produits d'investissement packagés et les frais élevés en Europe

L'examen des investissements packagés vendus aux particuliers européens (tableau 1 ci-dessus) montre que les fonds d'investissement ne représentent que 7 % des actifs financiers des particuliers. D'un point de vue économique, ce pourcentage est sous-estimé étant donné qu'il ne tient compte que de la détention directe de fonds par les ménages.

<sup>38</sup> Étude sur les performances et l'efficacité du secteur de la gestion d'actifs commandée par le Groupe des utilisateurs de services financiers (FSUG) de la Commission européenne de la Commission européenne, août 2014. [http://ec.europa.eu/finance/finances-retail/docs/fsug/papers/1410-eu-asset-management-industry\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/finances-retail/docs/fsug/papers/1410-eu-asset-management-industry_en.pdf)

Or, souvent pour des raisons fiscales, les particuliers détiennent des fonds via des produits packagés, comme des produits d'assurance libellés en unités de compte.

Ainsi, les ménages français investissent à peu près autant dans des fonds d'assurance (dont ils supportent tous les risques, y compris les risques de rendement des fonds sélectionnés) que dans des placements directs. Leurs actifs en fonds sont donc sous-estimés d'environ 50 %.

Quoi qu'il en soit, les fonds ont proliféré en Europe, bien plus qu'aux États-Unis, comme le montre le tableau 11 ci-dessous.

**Tableau 11 : Nombre, volume et frais des fonds mutuels – Comparaison entre l'UE et les États-Unis**

	Nombre de fonds	Volume moyen (en millions d'euros)	Frais moyens (fonds d'actions uniquement, bps)
UE	32.750	222	170 (2011)
EU	7.886	1.568	74 (2013)
	Q3, 2014	Q3, 2014	

Source : ECMI, EFAMA, ICI

Malgré la création et le succès des OPCVM paneuropéens, **le marché des fonds mutuels est très fragmenté en Europe**, d'où leur très petit volume moyen – un volume quatre fois moins important que celui des fonds américains. Il existe environ 12 000 OPCVM et la majorité des fonds européens sont des FIA (Fonds d'investissement alternatifs), moins transparents et moins réglementés. Contrairement à ce que leur nom laisse supposer, les fonds de couverture ne constituent pas la majorité des FIA. Les FIA sont pour l'essentiel proposés et vendus aux investisseurs européens particuliers, qui détiennent davantage de FIA que d'OPCVM, notamment en Allemagne et en France. Les FIA sont généralement élaborés et vendus dans un seul État membre.

Il y a probablement plus de fonds d'actions que d'actions cotées en Bourse en Europe, ce qui élimine un avantage potentiel de ces instruments de placement collectif : abaisser le coût global de la recherche et de la sélection de produits.

Le très faible volume moyen des actifs sous gestion des fonds domiciliés dans l'UE explique également le coût élevé de ces fonds. **Les données rendues publiques sur les coûts et frais moyens sont aussi difficiles d'accès** que celles relatives aux rendements passés moyens. Les dernières données assez détaillées<sup>39</sup> que nous avons trouvées remontent à 2011 et sont issues des fonds eux-mêmes.

<sup>39</sup> À l'exclusion toutefois des frais d'entrée et de sortie

Ces données ne sont pas indépendantes et ne concernent que les fonds d'actions. À notre connaissance, ces données n'ont pas été actualisées depuis. En outre, ces données ne tiennent pas compte des frais et ne font pas la distinction entre les fonds « de détail » et les fonds institutionnels.

C'est particulièrement vrai pour les ETF indiciels, qui sont des fonds à très faible coût mais qui ne sont pratiquement vendus qu'aux investisseurs « institutionnels » d'Europe (90 % d'entre eux)

Il apparaît que les **fonds d'actions européens sont bien plus coûteux que les fonds américains** et qu'ils se révéleraient sans doute encore plus cher si les fonds « de détail » pouvaient en être isolés. Ce coût élevé s'explique en partie par le plus petit volume d'actifs sous gestion en moyenne. Mais parmi les explications, on retrouve aussi les modèles de distribution (plus de ventes directes aux États-Unis) et la proportion de fonds indiciels, dont la gestion est moins coûteuse (surtout aux États-Unis). L'on peut aussi déplorer que la communication de l'ensemble des frais soit très limitée dans l'UE : les données les plus récentes que nous avons pu trouver remontent à 2011 et nous n'avons pas pu trouver de séries annuelles pour identifier ces tendances. Aux États-Unis, l'association professionnelle communique de manière assez détaillée les frais inhérents aux fonds, une fois par an.

Toutefois, la réalité est souvent pire pour les ménages européens étant donné que les frais d'entrée ne sont pas inclus et qu'un grand nombre de ces fonds sont inclus dans d'autres produits packagés comme les contrats d'assurance ou les fonds de retraite libellés en unités de compte, d'où une série de coûts supplémentaires. Le graphique 2 ci-dessus (section 2.2) montre un exemple de l'impact particulièrement négatif de ces frais « de détail » élevés sur les rendements à long terme. Le rendement à long terme d'un produit de détail « indiciel » est très éloigné de celui de l'indice qu'il est sensé répliquer.

L'UMC doit **réduire les frais facturés par les intermédiaires** qui se trouvent entre l'investisseur et l'économie réelle.

Better Finance a demandé au secteur et aux autorités publiques de surveillance (AES) de **recueillir et de transmettre des informations sur les performances passées totales et les prix** (frais et commissions) de différents produits d'investissement de l'UE. Peu de progrès ont été accomplis sur ce front, même s'il s'agit là d'une obligation légale.

Les produits deviennent de plus en plus complexes, et ce malgré les annonces « post-crise du secteur : *« ... la complexité et le fait que certains instruments ne pouvaient pas être facilement vendus ou achetés ont majoré les effets de la crise »* (Lloyd Blankfein, PDG de Goldman Sachs, témoignage devant le Sénat américain, 27 avril 2010). Les produits d'investissement financier ne sont encore guère standardisés. L'UMC doit faire l'objet de **normes de transparence des plus strictes**. Nous croyons à l'harmonisation de la politique de transparence. La confiance et la transparence sont en effet de nature à attirer davantage d'investisseurs.

Il sera difficile de justifier l'introduction d'autres catégories de fonds à long terme comme les FEILT, les fonds européens de capital risque (EuVECA) et les fonds d'entrepreneuriat social (EuSEF), ainsi que d'un plan de pension personnel européen (29<sup>e</sup> régime) sur le marché européen, sauf si le secteur et/les régulateurs commencent à **rationaliser, standardiser et simplifier les autres fonds à long terme ainsi que la gamme de produits d'investissement individuels.**

Par exemple, rien qu'en France, on compte déjà neuf catégories de FIA à long terme, la plupart de ces fonds étant commercialisés auprès des investisseurs particuliers et tous étant assortis de dispositions fiscales spéciales.<sup>40</sup>

#### ⇒ **La gouvernance des fonds d'investissement en Europe**

*« Au niveau des entreprises, la principale intervention indispensable pour stimuler la confiance des investisseurs consiste à améliorer l'alignement des incitants à la gestion des investissements sur les objectifs des investisseurs. »<sup>41</sup>*

De nombreux « investisseurs institutionnels » ne sont en réalité pas des investisseurs eux-mêmes, ils se contentent de gérer l'argent des autres : ce sont des propriétaires d'agence. C'est le cas des gestionnaires de fonds. Il est donc important d'assurer une gouvernance appropriée des fonds d'investissement pour mieux aligner leurs objectifs sur ceux des investisseurs finals.

#### ⇒ Questions en rapport avec la répartition des actifs

Le rapport de recherche susmentionné de Better Finance sur le rendement réel de l'épargne retraite et de l'épargne à long terme a épinglé la **répartition inefficace des actifs comme autre facteur expliquant les médiocres performances.** Ainsi, depuis 2000, les fonds de retraite britannique affichent en moyenne des rendements réels négatifs. Cela s'explique entre autre par le fait qu'au cours de cette période, leur exposition sur les actions est passée de 50 à 25%. De la même façon, les grands fonds de retraite français affectent 75 % ou plus des actifs sous gestion aux titres à revenu fixe alors que la durée de leurs obligations est très longue. Les règles de solvabilité doivent être adaptées à la durée de l'engagement de pension pour les produits d'assurance retraite de façon à permettre une plus grande exposition sur les actions.

---

<sup>40</sup> FCPR, FCPI, FCPE, FIP, OPCI, SICAF, SICAVAS, SCPI, SPPICAV

<sup>41</sup> Global Market Sentiment Survey, Institut CFA 2015

**=> Propositions de Better Finance pour inciter les investisseurs particuliers à opter pour des produits de détail packagés qui sont davantage investis sur les marchés de capitaux :**

**1. Améliorer encore et harmoniser les communications relatives à tous les produits d'épargne-retraite et les produits à long terme :**

- Étendre les principes DICI pour les PRIIP<sup>42</sup> à tous les produits d'investissement « de détail » à long terme et aux produits de retraite, y compris aux actions et aux obligations (ce document pourrait favorablement remplacer l'actuel « prospectus simplifié » inefficace) et aux produits d'épargne-retraite

- Communication standardisée des rendements passés par rapport à des indices de référence objectifs <sup>43</sup> : rendements historiques à long terme après inflation ; après déduction de tous les frais supportés par l'investisseur et après impôt.

- Communication du total des frais et commission facturés à l'investisseur final, directement ou indirectement

- Communication sur le niveau de capitalisation ;

- Communication des possibilités de transfert/de sortie ;

**2. Les Autorités européennes de surveillance (AED) doivent mieux respecter leur obligation légale consistant à analyser et à communiquer les tendances en matière d'investissement-retraite et d'investissement à long terme**, y compris les rendements nets réels et les frais de tous les produits à long terme et de retraite ;

**3. Un instrument d'épargne-retraite simple afin de préserver le pouvoir d'achat à long terme de l'épargne**

- facilement accessible, ne nécessitant pas des conseils (et donc pas de frais pour ces conseils)

- surveillance assurée par des organismes publics

- Plan de retraite personnel paneuropéen

---

<sup>42</sup> Produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance – Règlement CE [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/? Uri=OJ :L :2014 :352 :FULL& from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?Uri=OJ:L:2014:352:FULL&from=EN)

<sup>43</sup> Cette exigence qui est à présent applicable à tous les fonds OPCVM de l'UE (un bénéfice de la directive OPCVM) a malheureusement été supprimée dans le récent règlement PRIIP ; elle doit être réaffirmée, sinon les investisseurs particuliers ne sauront même pas si les produits ont perdu ou non de l'argent

#### 4. Simplifier, standardiser et rationaliser la gamme de produits offerts

- Interdire l'intégration de fonds non-OPCVM (les quelque 20 000 FIA) dans tous les produits de retraite et à long terme « packagés » proposés aux investisseurs particuliers
- Réduire le nombre excessif de fonds OPCVM proposés dans l'UE
- Remplacer les fonds d'investissement à long terme spécifiques et encouragés à l'échelon national par les fonds FEILT paneuropéens
- Les AES doivent utiliser pleinement leur pouvoir d'intervention sur les produits pour interdire tout produit d'investissement toxique ciblant les investisseurs particuliers.
- Les AES doivent veiller à ce que les investisseurs particuliers aient pleinement accès aux fonds indiciels cotés à faible coût

5. **Créer des marchés paneuropéens, transparents, compétitifs et standardisés des rentes pour particuliers** et laisser aux particuliers épargnant pour leur retraite davantage de liberté de choisir entre le versement de rentes et des retraits (mais après l'application d'un seuil pour un revenu de retraite garanti à vie) ;

6. **Améliorer la gouvernance des placements collectifs** : la moitié au moins des organismes de surveillance des placements collectifs doit être directement désignée par les participants aux plans de retraite

7. **Mettre fin à l'offre de conseils partiels** sur le point de vente et garantir un conseil compétent sur les investissements à long terme, y compris pour les actions et les obligations ; octroyer aux autorités de surveillance davantage de compétences pour interdire la distribution « de détail » de produits d'investissement « packagés » toxiques ;

8. Traitement spécial, encadré par la **réglementation prudentielle**, de tous les produits de retraite et à long terme permettant une répartition efficace des actifs ;

9. **Fiscalité incitative** en faveur des l'épargne-retraite et des investissements à long terme, plutôt que de la consommation et de l'épargne à court terme ; les **FEILT** ne pourront vraiment émerger que s'ils bénéficient du traitement fiscal le plus favorable déjà offert à de nombreux autres produits d'investissement à long terme défendus au niveau national. La **TTF** (taxe sur les transactions financières) doit être réexaminée de façon à ce qu'elle puisse remplir son objectif : taxer les transactions des institutions financières (les plus importantes étant, de loin, celles du FOREC, suivi par les produits dérivés) plutôt que celles de l'économie réelle (investisseurs finals dans des actions et des obligations d'entreprise non financières, les actions individuelles en particulier). À cette fin, une TAF (taxe sur les activités financières) pourrait se révéler plus appropriée.

10. Les **connaissances de base en matière de marchés de capitaux (actions et obligations) et de mathématiques financières** devraient être intégrées dans les programmes scolaires ; des fondations indépendantes devraient surveiller au moins une partie des ressources d'éducation financière des établissements financiers.

Les activités d'EuroFinUse sont en partie financées par la Commission européenne. Veuillez noter que la Commission européenne n'est pas responsable de l'utilisation qui pourrait être faite des informations fournies dans la présente publication.