



LES NOUVEAUX MODES DE PROTECTION DE L'ÉPARGNE

JACQUES DELMAS-MARSALET *

La protection de l'épargne des ménages a toujours été une préoccupation centrale des régulateurs financiers. Toutefois, la manière dont elle s'exerce évolue avec les formes de l'épargne.

À cet égard, une distinction majeure s'impose entre l'épargne placée en comptes dans le bilan des banques ou en euros auprès des compagnies d'assurance-vie qui supportent, les unes et les autres, le risque de son investissement et l'épargne investie en titres, parts d'OPCVM ou contrats d'assurance-vie en unités de compte qui sont au risque de l'épargnant.

S'agissant de la première forme d'épargne, le mode principal de protection repose sur le contrôle par les autorités prudentielles du provisionnement des risques ou des engagements et de la solvabilité des intermédiaires ainsi que, dans le secteur bancaire, sur les systèmes de garantie des dépôts. Par ailleurs, la politique de lutte contre l'inflation a longtemps constitué le pendant macroéconomique de la protection de l'épargne dans la mesure où celle-ci était placée principalement en supports à revenus fixes.

Le double développement, au cours des dernières décennies, de l'épargne financière par rapport à l'épargne bancaire et des contrats d'assurance-vie en unités de compte par rapport aux contrats en euros (voir tableaux 1 et 2) a substantiellement changé la problématique de la protection. Il s'est, en effet, traduit par un transfert vers l'épargnant à

* Président d'honneur du groupe Banque populaire et du comité de rédaction de la *Revue d'économie financière*, membre du collège de l'Autorité des marchés financiers.

la fois des risques - de marché et de signature - et de la responsabilité du choix de ses placements.

Tableau 1
Patrimoine financier des ménages en France
(en %, hors actions non cotées et autres participations)

	1990	1995	2000	2005
Dépôts	53,3	45,7	40,9	41,4
Parts d'OPCVM monétaires	8,6	5,4	1,9	1,7
Détention directe de titres	15,0	11,5	9,6	6,4
Parts d'OPCVM de long terme	9,1	11,3	12,6	10,6
Assurance-vie	14,0	26,1	35,0	40,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources : Banque de France, AMF.

Tableau 2

	1990	1995	2000	2005
Part des unités de compte dans les provisions mathématiques des contrats d'assurance-vie (en %)	9	9	22	20

Sources : ACAM et FFSA.

UN BESOIN CROISSANT D'INFORMATION ET DE CONSEIL

Dans les formes d'épargne intermédiées - quant au risque - par les banques et assurances, l'épargnant n'avait le choix qu'entre un nombre limité de produits qui ne se différençaient que par la durée et la rémunération du placement. Ses critères de choix étaient assez simples, se ramenant au taux d'intérêt servi pour des durées de placement déterminées, allant de 15 jours pour les livrets à 8 ans pour l'assurance-vie.

Au contraire, dans les différentes formes d'épargne investie, l'épargnant a à choisir entre un très grand nombre de produits qui diffèrent par leur couple rendement/risque, par leur horizon de placement et par leur degré de complexité. Pour exercer ses choix en connaissance de cause, il doit être correctement informé sur les caractéristiques des produits et, le plus souvent, conseillé quant à ceux qui correspondent le mieux à ses besoins.

Ces exigences d'information et de conseil ne pourront qu'être accrues par l'évolution des systèmes de préparation de la retraite. En



France, comme dans les autres pays européens, le vieillissement de la population impose de relayer ou, tout au moins, compléter les régimes publics ou privés à prestations définies, garanties par la collectivité ou les entreprises, par des systèmes d'épargne individuelle ou collective à cotisations définies. Or ceux-ci font aussi peser sur l'épargnant le risque de ses placements ainsi que la responsabilité du choix entre différents produits (PERP, PERCO, assurance-vie), différentes formules (capital différé, rente viagère, retraite par points) et différents supports (euro, euro « diversifié », unités de compte). Elles le confrontent surtout au délicat arbitrage à effectuer - et à faire évoluer dans le temps - entre :

- le rendement qui, dans la perspective à long terme qui est celle de la retraite, commande d'investir au départ fortement en actions,
- la sécurité qui doit être d'autant mieux assurée que l'on se rapproche de l'âge de la retraite.

En bref, le développement de l'épargne à risque désintermédié génère un besoin croissant d'information et de conseil dont la satisfaction constitue aujourd'hui l'élément le plus important de la protection de l'épargne.

DES RÉPONSES ENCORE INSUFFISANTES DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

3

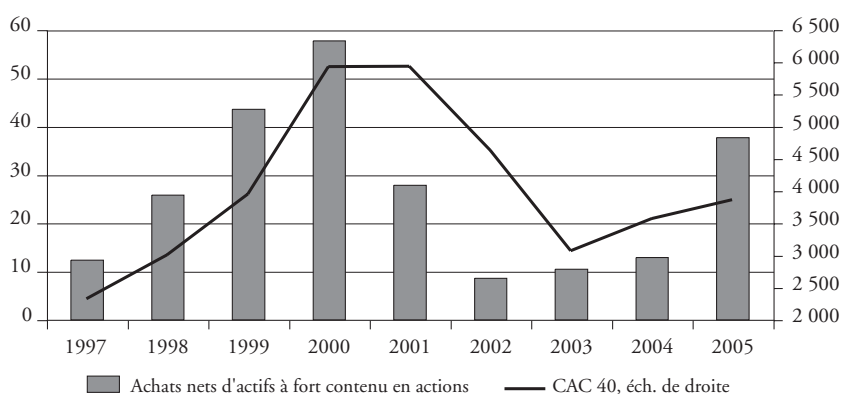
Or, de ce point de vue, la situation en France comme dans d'autres pays européens, n'est pas pleinement satisfaisante. Certes, en matière d'information financière, et sous réserve du respect par les entreprises de la vérité des comptes, des progrès importants ont été accomplis pour les titres détenus en direct, avec les directives « prospectus » pour les opérations financières et « transparence » pour l'information périodique. Et si la documentation correspondante est beaucoup trop copieuse pour être accessible à l'investisseur individuel moyen, (on souhaiterait des résumés plus condensés), l'information est - au moins pour les grandes sociétés cotées - abondamment relayée par les analystes et la presse financière. Mais, avec à peine plus de 6 % du patrimoine financier des ménages, la détention de titres en direct ne représente qu'une très faible part de l'épargne financière (voir tableau 1).

En revanche, l'information sur les produits de gestion collective et les contrats d'assurance-vie, qui assurent aujourd'hui l'essentiel de la collecte et qui, de fait, ont permis la diffusion auprès du grand public des instruments financiers les plus innovants et les plus risqués, n'est pas adaptée aux besoins de l'épargnant. Avec leurs quelques 25 informations réglementaires, le prospectus simplifié des OPCVM et les notes d'information des contrats d'assurance-vie ne sont pas assez centrés sur les éléments clés qui sont nécessaires à l'épargnant pour prendre ses

décisions d'investissement en connaissance de cause : nature du produit, existence ou non d'une garantie de récupération du capital investi, durée minimale de placement recommandée, chances de gain et risques de perte sur cette durée, frais encourus et profil type de l'investisseur auquel est destiné le produit.

Les performances mises en avant dans les documents publicitaires sont le plus souvent les performances passées les plus récentes, ce qui contribue à amplifier le comportement pro-cyclique des ménages qui ont tendance à acheter en haut du cycle boursier et à vendre ou à ne pas profiter des opportunités d'achat en bas de cycle (voir graphique 1). Pour faciliter la vente, en flattant la préférence pour la liquidité des épargnants, la publicité présente souvent comme liquides, ou tout au

Graphique 1
Proccyclicité des achats d'actifs à fort contenu en actions
(en milliards d'euros)



moins aisément disponibles, des produits qui n'ont d'intérêt que s'ils sont détenus de manière durable : on ne peut, à cet égard, qu'être frappé par le fait que l'encart (premier effort de simplification) qui doit désormais figurer en première page des contrats d'assurance-vie met l'accent sur la disponibilité et le caractère rachetable du contrat et renvoie au conseil individuel pour ce qui concerne la durée de placement recommandée, alors que s'il est un produit pour lequel s'impose l'affichage d'une durée de placement d'au moins huit ans, c'est bien celui-là.

S'ajoute à cela la complexité croissante de certains produits qui les rend difficilement compréhensibles par l'investisseur moyen et comporte de sérieux risques de « *misselling* » - au moins lorsqu'ils ne sont pas garantis - s'ils venaient à être diffusés dans le grand public.



Quant au conseil, censé prémunir contre ces risques, il est fréquemment sacrifié sur l'autel des campagnes commerciales de promotion du « produit du mois » que l'on cherche à placer auprès du maximum de clients sans trop se préoccuper de savoir s'il répond à leurs besoins, ces campagnes étant, par ailleurs, souvent insuffisamment ciblées et accompagnées de fortes incitations, voire de pressions exercées sur les vendeurs pour qu'ils fassent le plus de chiffre possible. La logique de ces « campagnes produits » peut aller à l'encontre de l'intérêt des épargnants, comme on a pu le constater dans les années 90 au Royaume-Uni où le souci de promouvoir de nouveaux produits a conduit des « *financial advisors* » à pousser leurs clients à résilier des contrats anciens, en leur faisant perdre le bénéfice des droits qui y étaient attachés.

DE RÉELLES PERSPECTIVES DE PROGRÈS

Cette situation devrait être sensiblement améliorée par l'application des dernières directives européennes sur l'intermédiation en assurance et sur les marchés d'instruments financiers qui renforcent sensiblement les devoirs d'information et de conseil des intermédiaires, rejoignant ainsi, sur bien des points, les recommandations du rapport sur la commercialisation des produits financiers que j'ai remis au ministre de l'Economie en novembre 2005¹.

S'agissant tout d'abord de l'information, y compris publicitaire, la directive MIF rappelle qu'elle doit être « correcte, claire et non trompeuse » et sa directive d'application précise qu'elle ne peut mettre en valeur les avantages potentiels d'un produit sans donner parallèlement une indication loyale et très apparente des risques correspondants. Elles étendent de ce fait à l'ensemble des instruments financiers (y compris les produits structurés) les exigences déjà formulées par la réglementation française pour les OPCVM.

La directive d'application précise que l'information doit pouvoir être comprise par « le membre moyen du groupe auquel elle est destinée », validant ainsi à la fois l'exigence d'intelligibilité et l'obligation de définir le profil type de l'investisseur (qualifié ou grand public) auquel est destiné le produit préconisées dans le rapport sur la commercialisation, dans la logique même de la directive qui est de protéger davantage le client de détail que le client professionnel (catégorie qui inclut désormais, sur option, les particuliers qui sont à la fois actifs sur le marché et suffisamment expérimentés pour apprécier le risque ou dotés d'un patrimoine financier suffisant pour supporter les pertes éventuelles).

Ces dispositions devraient permettre aux régulateurs de renforcer leur contrôle sur la publicité des produits commercialisés en France afin



d'éviter, notamment, des publicités trompeuses telles que celles qui sont parvenues à la connaissance de l'AMF sur des produits structurés non soumis à son agrément et présentés comme garantissant un revenu annuel élevé alors que le capital n'était pas garanti.

Quant au devoir de conseil, il devrait s'appliquer, conformément aux recommandations du rapport sur la commercialisation, non seulement en cas de demande de conseil du client, mais aussi à toute vente active reposant sur une sollicitation personnalisée du client par le vendeur. Il résulte, en effet, clairement de l'article 19-4 de la directive MIF qu'un intermédiaire ne pourra désormais conseiller, de manière individuelle, à une personne déterminée, d'investir dans un produit financier qu'après avoir accompli, un minimum de diligences pour s'assurer que ce produit est adapté, notamment, aux objectifs d'investissement et à la situation financière du client.

UNE MISE EN ŒUVRE EXIGEANTE

La mise en œuvre de cette obligation impliquera d'importants investissements informatiques et humains, singulièrement de la part des banques :

- d'une part pour mieux former leurs chargés de clientèle aux produits qu'ils sont habilités à vendre ;
- d'autre part pour équiper leurs postes de travail d'outils d'aide au conseil reposant sur des logiciels simples de questionnement du client et d'orientation des préconisations en fonction des réponses ;
- enfin pour archiver et conserver, aussi longtemps que nécessaire, les informations client et les conseils donnés.

Ces investissements doivent être engagés dès maintenant, en un moment où les établissements ont les moyens de les financer et où le renouvellement de leur personnel lié à sa pyramide des âges, est propice à des actions de formation et à un infléchissement des cultures d'entreprise. Ils devraient être rentables à terme car l'amélioration de la connaissance des clients peut ouvrir de nouvelles opportunités de développement. À condition, bien sûr, que les campagnes produites, qui subsisteront pour le placement, mais devraient être mieux ciblées, soient progressivement relayées par des campagnes de prospection ou de mise à niveau de l'équipement des clients impliquant une prise de connaissance et une actualisation périodique de leurs besoins.

S'il doit être adapté, le conseil doit aussi être impartial, ce qui suppose qu'il ne soit pas biaisé par les modes de rémunération des conseillers.

Ceci implique, dans les réseaux intégrés, que les modes d'évaluation et d'intéressement des commerciaux répondent aux préconisations formulées, dès septembre 1951, par Edouard Escarra, président du Crédit lyonnais, dans une conférence à l'*International Banking Summer*

School: « Les établissements placeurs [...] noteront les démarcheurs plutôt par l'intelligence, la qualité de leurs résultats que par le chiffre de leurs placements ; ils proscrireont les arbitrages malheureux ; ils s'efforceront de pénétrer de nouvelles couches de souscripteurs »².

Quant aux distributeurs indépendants, il faut éviter que leur conseil soit biaisé par des rémunérations préférentielles accordées par certains producteurs dans le cadre d'accords de « tête de gondole » qui, lorsqu'ils ont été repérés, ont été sévèrement sanctionnés par la SEC aux États-Unis.

Ces biais éventuels devront faire l'objet d'un contrôle des régulateurs. Mais ils ne pourraient être totalement évités que si le conseil était rémunéré en tant que tel sous forme d'honoraires versés par le client, ce qui fait l'objet de propositions précises dans le rapport, mais ne pourra être obtenu que très progressivement.

Enfin, information et conseil ne seront efficaces que si l'investisseur est en mesure de comprendre raisonnablement les produits, de poser à son conseiller les bonnes questions et d'apporter des réponses aux questions qu'on lui pose, ce qui suppose une capacité minimum d'auto-diagnostic de ses besoins. Cette capacité ne pourra être acquise qu'au prix d'un effort important d'éducation financière du public qui figure au rang des actions qu'ont engagées les régulateurs britannique et, plus récemment, français, mais qui ne produiront leur plein effet qu'à long terme et si toutes les parties prenantes ont pleinement conscience de l'importance de l'enjeu.

Dans l'immédiat, cette action peut s'assigner deux priorités :

1. initier le public au dialogue avec les conseillers en mettant à sa disposition des questions types à leur poser,
2. faire passer le message qu'il y a, en matière financière, une corrélation forte entre l'optimisation du couple rendement/risque et la durée de placement (voir tableau 3).

Tableau 3
Rendements réels et probabilités de gains ou de pertes
(marché français des actions)

Période 1969-2005	Durée de l'investissement				
	1 an	8 ans	15 ans	20 ans	30 ans
Rendement moyen annualisé	5,10 %	5,20 %	6,60 %	7,20 %	5,70 %
- dont gain maximal	(+ 82 %)	(+ 20 %)	(+ 13 %)	(+ 13 %)	(+ 7,3 %)
- dont perte maximale	(- 50 %)	(- 12 %)	(- 1,6 %)	(+ 2,9 %)	(+ 3,0 %)
Amplitude (Gain-Perte)	132,0 %	32,0 %	14,9 %	10,1 %	4,3 %
Probabilité de gain	58 %	76 %	95 %	100 %	100 %

Source : AFG, C. Pardo cité dans l'annexe n° V du rapport sur la commercialisation des produits financiers, op. cit.



Pour faciliter la diffusion de ce message, le rapport suggère que la communication sur les performances des produits soit faite non plus sur la performance annuelle, qui n'a pas de sens pour des produits pour lesquels la durée minimale de placement recommandée est, par exemple, de 5 ou 8 ans, mais sur la performance annualisée calculée, de manière glissante, sur cette durée de placement. Cette approche pourrait contribuer à injecter une dose d'horizon à long terme dans un marché qui en a besoin mais qui est de plus en plus influencé par des fonds d'arbitrage aux vues nécessairement plus « courtermistes ».

Encore faudrait-il que, dans l'exercice de recentrage des prospectus simplifiés des OPCVM et autres produits qu'elle a annoncé, la Commission européenne fasse à la durée de placement recommandée la place qui doit lui revenir parmi les éléments clés nécessaires à l'épargnant pour prendre ses décisions d'investissement en connaissance de cause. Il n'est pas interdit de l'espérer. Mais, dans ce domaine comme dans celui des placements, il faut savoir compter avec le temps.

NOTES

1. Cf. *Revue mensuelle de l'AMF*, n° 19, novembre 2005, pages 1-78.
2. Cité par Ph. Aymard dans « La banque et l'État ». A. Colin 1960.