

« Il faut proposer **aux particuliers** des outils d'investissement plus accessibles et plus lisibles »

Faut-il revoir la fiscalité du capital, encourager le risque au détriment de la rente, renforcer le poids des actionnaires français dans nos entreprises ? Autant de sujets d'actualité, parmi d'autres, qu'Emmanuel Macron aborde sans fard. Conscient du rôle non négligeable des épargnants dans ce débat, le Ministre de l'Economie a bien voulu répondre en exclusivité aux questions de votre Fédération.

Emmanuel MACRON

Ministre de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique



Photo : Ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique

Dans le récent entretien que vous avez accordé à L'Express, vous estimez qu'il faut favoriser trois types d'actionnaires : l'Etat, l'entrepreneur et les salariés. Pensez-vous que l'investisseur individuel - un épargnant qui comprend et accepte les contraintes de la prise de risque - n'a plus vraiment de rôle à jouer dans le développement du capitalisme français ?

Emmanuel MACRON - L'investissement productif est au cœur de mes priorités, car c'est la condition de la rénovation de notre économie. Or, pour investir plus et mieux, notre économie doit pouvoir compter sur un spectre d'investisseurs aussi large que possible. La participation des ménages au financement de l'économie doit continuer à être encouragée comme nous l'avons fait depuis le début du quinquennat.

Dans le cadre de la stratégie pour les nouvelles opportunités économiques, dite NOÉ, j'ai d'ailleurs souhaité que cette participation soit renforcée. Cette ambition trouve une traduction concrète dans le projet de loi sur la transparence, la lutte contre la corruption, et la modernisation de la vie économique, qui prévoit la mise en place de « fonds de pension à la française ». Cette réforme permettra d'augmenter la part d'actions détenues dans le cadre de l'épargne retraite supplémentaire d'entreprise, donc par des épargnants individuels.

Pour autant, l'Etat, l'entrepreneur et les salariés ont également un rôle éminent à jouer comme actionnaires de long terme qui demeure essentiel.

En dix ans, le nombre d'actionnaires individuels a été divisé par plus de deux (à 3 millions). Surtout, ils ont considérablement vieilli¹. Le renouvellement des générations ne se fait plus aussi aisément que par le passé. Qu'est-ce que cela vous inspire ?

EM - Notre population d'actionnaires individuels s'est constituée à partir du milieu des années 80, notamment au fil des privatisations. Ces actionnaires individuels ont fait la force du capitalisme

français. Or, depuis 35 ans, nous n'avons pas connu d'appel d'air comparable. Je vois au moins trois raisons à cela.

La première, c'est qu'il y a une concentration du patrimoine parmi les ménages les plus âgés. La deuxième, c'est que le temps de remboursement des biens immobiliers s'est allongé : les jeunes ménages consacrent une part croissante de leur épargne pour acquérir leur maison ou leur appartement, et ce sur une durée de plus en plus longue. Ce qu'ils investissent dans l'immobilier, c'est autant qu'ils n'investissent pas dans des valeurs mobilières. La troisième raison, c'est la complexification de l'environnement financier. On n'investit plus aujourd'hui aussi simplement qu'hier. C'est une barrière à l'entrée importante.

C'est la raison pour laquelle il faut proposer aux particuliers des outils d'investissement plus accessibles et plus lisibles. C'est le sens des mesures prises par le Gouvernement pour renforcer les investissements en actions dans les contrats d'assurance-vie ou à travers le PEA-PME. C'est aussi le sens de l'encouragement à l'actionnariat salarié que j'ai porté dans ma loi. C'est enfin l'objet du nouveau cadre juridique entré en vigueur le 1er octobre 2014 pour le financement participatif, plus incitatif et plus souple, pour que les particuliers qui souhaitent fournir du financement en dette - c'est-à-dire, prêter à des entreprises - ou en capital - c'est-à-dire investir en l'occurrence dans des actions non cotées - puissent le faire plus facilement. Un des objectifs de ces réformes est précisément de démocratiser - ou de « re-démocratiser » - l'actionnariat individuel.

Sur la fiscalité, traiter le capital comme le travail, n'est-il pas antinomique alors que le niveau de risque est si différent ? Même si l'on accepte ce principe, encore faut-il qu'il soit convenablement appliqué. Or, l'écart est net sur les prélèvements sociaux. Ne serait-il équitable de les aligner ?

EM - L'opposition n'est pas entre travail et capital, mais entre risque et rente. Mon objectif, c'est donc

⁽¹⁾ 58 ans et 50 % sont à la retraite

de récompenser ceux qui essaient, qui tentent et qui osent. C'est pour favoriser le risque que le Gouvernement a réformé, par exemple, la fiscalité sur les plus-values mobilières, notamment au bénéfice des jeunes entreprises. Dans la même veine, le Gouvernement a pris la décision de créer d'un compte entrepreneur-investisseur. Il permettra aux entrepreneurs d'investir plus facilement dans d'autres sociétés que les leurs. C'est de cette manière que nous parviendrons à développer l'écosystème de capitaux-risqueurs et d'entrepreneurs-investisseurs qui est encore insuffisamment robuste en France.

Nous pouvons aller encore plus loin : notre système contient encore beaucoup d'imperfections. Il faut donc poursuivre le travail de réforme pour favoriser toujours plus le risque face à la rente.

Dans le fond, le rééquilibrage entre le risque et la rente est-il un sujet fiscal ou réglementaire ?

EM - Les deux ! Il faut marcher sur deux jambes et faire évoluer, en même temps, notre système réglementaire et notre système fiscal pour faire advenir une économie de l'innovation.

Sur le plan réglementaire, il y a deux moyens d'y parvenir : lever les blocages qui empêchent concrètement ceux qui veulent entreprendre, d'une part - nous avons commencé à le faire, avec la loi croissance et activité, dans le champ de professions réglementées du droit ; et rendre l'échec moins coûteux, d'autre part - là encore, nous avons réalisé des avancées très concrètes, en supprimant par exemple l'indicateur 040² de la Banque de France.

Ensuite, sur le plan fiscal, vous avez raison, les incitations ne sont pas forcément les bonnes et tiennent insuffisamment compte du niveau de risque. Certains produits sans risques sont en effet favorisés par rapport à des produits plus risqués. C'est typiquement le cas de l'assurance-vie qui bénéficie d'un régime fiscal-social très avantageux. A cet égard l'introduction de l'eurocroissance constitue une réforme non-fiscale de nature à favoriser une meilleure mobilisation de l'assurance-vie au service du financement de l'économie et au bénéfice de tous : des assureurs, des épargnants et de l'économie.

Nous avons néanmoins commencé à faire évoluer la situation dans le champ fiscal avec la réforme des plus-values mobilières, ou encore l'augmentation du plafond du PEA et la création du PEA-PME. Nous avons aussi pris des mesures plus spécifiques comme une exonération des plus-values des SICAV monétaires en cas de réinvestissement dans un PEA-PME. Tout cela va dans le bon sens : celui d'un rééquilibrage de l'orientation de la fiscalité vers la prise de risque.

Le temps ne serait-il pas venu de revoir de fond en comble notre fiscalité du capital ?

EM - C'est moins le niveau des prélèvements sur le capital qui pose problème que le morcellement et

la structure de la fiscalité. Plutôt que de réviser « de fond en comble », je crois que la priorité est de simplifier pour que notre fiscalité taxe la rente et soutienne le risque en incitant l'épargne à financer l'économie réelle. Nous avons pris des mesures importantes en ce sens, pour les entreprises en particulier, dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité : la suppression de la C3S³, celle de la contribution exceptionnelle d'impôt sur les sociétés (IS), ou encore la baisse annoncée du taux d'IS. Plus de visibilité, plus de simplicité donc, oui, mais une refonte n'est pas à l'ordre du jour. Notre système fiscal a ses lacunes, que nous sommes en train de corriger, mais il est d'une robustesse rare, et il offre à nos entreprises des dispositifs de soutien uniques en leur genre : je pense par exemple au Crédit d'Impôt Recherche, qui est l'outil fiscal de soutien à la R&D le plus incitatif d'Europe. Il faut avoir une vision large de l'environnement fiscal français : et le fait est qu'il est extrêmement compétitif.

Larry Fink, le PDG de BlackRock, le géant de la gestion d'actifs, demande aux entreprises plus de modération dans leur politique de distribution de dividendes et de rachat d'actions. Etes-vous sur la même longueur d'onde ?

EM - Je suis totalement d'accord avec lui lorsque je vois des entreprises qui s'endettent pour procéder à des rachats d'actions et des versements de dividendes. J'y vois le signe d'une entreprise qui n'a pas de projets et qui sacrifie l'avenir au profit de l'immédiateté.

Comme lui, je constate d'une manière générale que dans de nombreux groupes, la dynamique des dividendes est trop forte, y compris dans les entreprises dont l'État est actionnaire. Très souvent aussi, les salaires augmentent plus rapidement que les gains de productivité. En ayant cette préférence pour les hausses de salaires et les dividendes, plutôt que pour l'investissement et les embauches, les entreprises se privent de préparer l'avenir. La vision que je défends consiste au contraire à concentrer les efforts sur l'investissement et l'emploi : c'est la condition de la renaissance industrielle française.

La moyenne d'âge des groupes du CAC40 a plus de 100 ans ; les startups qui émergent se font racheter ; de grandes entreprises passent sous pavillon étranger ; certains groupes sont détenus à plus de 70 % par des fonds étrangers ; peut-on durablement faire du capitalisme sans capital ?

EM - Incontestablement, notre économie souffre d'une forme de dépendance financière à l'égard des investisseurs étrangers : elle a besoin d'importer des capitaux pour se financer. C'est-à-dire qu'en pratique, les actions de nos entreprises, de même que la dette émise sur les marchés par les administrations, les banques et les entreprises, sont davantage achetées par des investisseurs étrangers que français. À terme, cela pose un problème de souveraineté.

² L'indicateur "040" recensait les chefs d'entreprise ayant fait l'objet d'une liquidation judiciaire au cours des trois années précédentes. Il a été supprimé fin 2013.

³ La Contribution sociale de solidarité des sociétés.

Aujourd'hui, nous avons un vivier de jeunes entreprises très innovantes, très dynamiques, mais nous ne réussissons pas à les garder sous pavillon français, parce que nous ne pouvons pas leur fournir le capital nécessaire à leur croissance. C'est pourquoi elles sont rachetées ou elles partent grandir ailleurs. Et le résultat, comme vous le soulignez, c'est que l'âge moyen des entreprises du CAC 40 est de 105 ans, tandis que celui des entreprises du NASDAQ, aux États-Unis, est de 15 ans. Comment renverser la tendance ?

En réformant notre système de financement pour forger un vrai capital français. Comme je l'ai indiqué dans une tribune publiée dans *Le Monde* il y a un an, il faut retrouver l'esprit industriel du capitalisme.

J'observe que, dans de nombreux pays, ce capital « national » qui alimente les entreprises, qu'il s'agisse des grandes entreprises ou des start-ups, provient de l'épargne, et notamment de l'épargne-retraite nationale. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous avons souhaité introduire en France un modèle de fonds de pension : ainsi, 130 milliards d'euros d'encours pourront être investis en actions afin que les entreprises françaises soient un peu plus possédées par les épargnants français, et un peu moins par des retraités américains ou allemands. C'est aussi le sens du développement de l'actionnariat salarié, que j'ai soutenu notamment dans le cadre de la loi pour la croissance et l'activité.

Pour ce qui est des start-ups, plus spécifiquement, d'autres vecteurs permettent d'encourager la détention nationale du capital : nous avons développé des dispositifs fiscaux importants, destinés à favoriser la détention par des particuliers, nous avons soutenu l'investissement public, via Bpifrance, pour encourager l'écosystème du capital-risque et l'investissement des grandes entreprises dans les start-ups à travers le dispositif dit de « *corporate venture* ».

L'épargne financière des Français frôle les 4 500 milliards, investie essentiellement dans des actifs liquides non risquée. Le poids des actifs risqués est trois fois inférieur que dans les pays anglo-saxons (source OCDE). Comment réconcilier les ménages avec l'entreprise ?

EM - L'épargne est effectivement abondante en France, mais insuffisamment dirigée vers le financement de l'économie réelle. Environ 40 % du patrimoine financier des ménages français est détenu sous forme d'assurance-vie. Toute cette épargne « dort », alors qu'elle pourrait permettre de soutenir le développement de jeunes entreprises et de PME innovantes - comme c'est le cas dans d'autres pays. La concentration de l'épargne sur des actifs liquides non risqués s'explique aussi par des raisons fiscales. Si je devais résumer, je dirais que la réconciliation des ménages avec le financement des entreprises passe par trois leviers : un levier culturel - car pour l'instant, les Français sont assez risque-averses, ils aiment la pierre et peu l'investissement en action ; un levier fiscal - que nous avons déjà abordé ; et un levier réglementaire - que nous avons commencé à activer par des réformes comme celle des contrats euro-croissance, et que nous continuerons d'activer, par la réforme à venir des fonds de pension.

Les réformes en ce sens doivent être poursuivies.



A propos du financement des entreprises, ces dernières ont recours à la dette pour 75% et à 25% en fonds propres, aux États-Unis et dans d'autres pays c'est l'inverse. Comment comptez-vous inverser la tendance et ainsi garantir l'indépendance des entreprises françaises ?

EM - Entre la France et les États-Unis, il y a deux différences majeures. Il y a, d'une part, une prééminence en France du financement bancaire, par rapport au financement désintermédié, notamment par les marchés. Il y a ensuite, comme vous le rappelez, une préférence française pour le financement en dette plutôt que par le financement en fonds propres.

S'agissant du premier sujet, il ne s'agit pas de prendre le modèle américain comme une référence ou un objectif à atteindre, mais il faut réfléchir aux manières de diversifier les voies de financement de nos entreprises. C'est particulièrement important dans un contexte où le financement bancaire, aujourd'hui suffisant, pourrait ne plus l'être si l'investissement des entreprises repart fortement. Le Gouvernement y travaille et a par exemple introduit un outil appelé « fonds de prêts à l'économie », qui permet aux assureurs et aux mutuelles de prêter aux entreprises. C'est un outil de dette désintermédié.

Le second sujet, celui du financement en dette plutôt qu'en fonds propres, est particulièrement important au regard des enjeux de modernisation de notre économie. En effet, pour financer l'innovation, il faut trouver beaucoup d'argent et l'obtenir rapidement. Ce financement se fait essentiellement en capital. Pour le développer encore, il faut faciliter l'accès de nos entreprises à des financements en fonds propres : c'est l'objet des réformes que nous conduisons, du financement participatif à la création du compte entrepreneur-investisseur, en passant par la création de fonds de pension ou encore via l'action de Bpifrance. C'est un fait : nous sommes en passe de faire émerger en France une puissante économie de l'innovation et cela passe effectivement par une évolution qualitative du type de financement disponible dans notre pays.

Propos recueillis par Charles-Henri d'Auvigny et Aldo Sicurani