

# Loi Pacte: Le bon plan Retraite



**Jean-François  
Cirelli**  
Président  
France, Belgique,  
Luxembourg



**Stéphane  
Lapiquonne**  
Directeur Général  
France, Belgique,  
Luxembourg



**Martin Parkes**  
Affaires publiques  
EMEA



**Henri Chabadel**  
Directeur des  
investissements  
France, Belgique,  
Luxembourg



**Isabelle Rucart,  
CFA**  
Directrice du  
développement  
stratégique et  
commercial  
France, Belgique,  
Luxembourg



**Laetitia Boucquey**  
Affaires publiques  
EMEA

## Résumé

L'enquête *Global Investor Pulse 2017*<sup>1</sup> de BlackRock<sup>2</sup> montre que la question de la croissance et de la préservation du patrimoine jusqu'à la retraite est primordiale pour les épargnants français. Cette attitude a été confirmée par l'enquête<sup>3</sup> menée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) fin 2018. **Le manque de confiance des Français en la pérennité du système de retraite d'après-guerre explique certainement en partie leur taux d'épargne élevé (14%)<sup>4</sup>** au regard des autres épargnants européens.

Les réformes successives du système des retraites ces 25 dernières années ont tenté de remédier aux changements démographiques, sans pour autant apaiser les craintes des Français. Les régimes de base et complémentaire ont été essentiellement modifiés paramétriquement en allongeant la période de travail, en augmentant le niveau des cotisations et en désindexant le niveau des pensions. La Commission Delevoye dirige aujourd'hui les travaux sur de nouvelles réformes structurelles visant à mettre en œuvre les promesses électorales de 2017 du Président Macron. Ces réformes visent à rationaliser l'ensemble actuel des régimes sous la devise « 1 euro cotisé donne lieu aux mêmes droits pour tous ».

En ce qui concerne **le troisième pilier**, des réformes ont également été mises en place au cours des 15 dernières années, à commencer par la création dès 2003, des régimes d'épargne collectifs (PERCO) et individuels (PERP), favorisant la constitution d'une épargne individuelle pouvant être utilisée pour augmenter les revenus pendant la retraite. Fin 2017, seuls 130 milliards d'euros<sup>5</sup> avaient été collectés dans ces produits, **ce qui est décevant par rapport à l'épargne déposée en liquidités** (1.500 milliards d'euros)<sup>6</sup>, les produits **d'assurance-vie en euros** (1.600 milliards d'euros)<sup>7</sup> ou les investissements directs/indirects en **actifs non financiers** (plus de 7.600 milliards d'euros)<sup>8</sup>. Il en résulte un manque de diversification et de performance financière dans un contexte de taux d'intérêts peu élevés et, comme le gouvernement français l'a souvent souligné, une **incapacité de l'épargne domestique à financer l'économie**, contrairement à la situation d'un grand nombre de pays dans le monde.

**La loi Pacte<sup>9</sup> vise spécifiquement à combler les lacunes structurelles** des régimes d'épargne retraite volontaire existants. Elle permet à l'épargnant : de bénéficier d'un **allègement fiscal** pour les cotisations versées en réduisant sa base imposable sur le revenu, d'accéder à **son capital avant la retraite** dans certains cas prédéfinis, d'opter librement pour une sortie en rente ou un retrait du capital ou une combinaison de ceux-ci lors du départ en retraite, de transférer son patrimoine à une entité plus concurrentielle sans frais de transfert après 5 ans, et de bénéficier automatiquement de solutions d'investissement efficaces comme la gestion pilotée pendant toute la phase d'accumulation.

Le système de retraite par répartition restera au cœur de l'épargne-retraite française. Nous croyons que les dispositions de la loi Pacte ont vocation à constituer une **source supplémentaire mais indispensable** d'épargne, qui renforcera la viabilité de ce système à long terme et contribuera à remédier au manque de confiance persistant en celui-ci. Ces nouveaux plans de retraite **renforceront également le financement de l'économie** en créant un moyen **pour les salariés** de **participer** directement à la réussite des entreprises françaises. Alors que le gouvernement prépare une série de décrets d'application pour réaliser les objectifs de la loi Pacte, nous présentons dans ce *Viewpoint* nos recommandations sur les mesures qui contribueront à une mise en œuvre réussie.

Nous évaluons l'attitude des épargnants français à l'égard de l'épargne-retraite et le paradoxe entre le taux d'épargne traditionnellement élevé en France et le **manque de confiance dans la capacité des marchés financiers à fournir**

**des rendements stables sur le long terme**, nécessaires pour assurer un revenu de retraite adéquat. Nous expliquons pourquoi nous pensons que cette réforme est si importante pour répondre aux comportements et aux préoccupations des épargnants français, quelles réformes et **mesures incitatives sont nécessaires** pour rétablir la confiance dans le système d'épargne-retraite et quelques recommandations pour l'avenir. Nous formulons un certain nombre de suggestions sur la façon dont les réformes de la retraite **mises en œuvre avec succès dans d'autres pays** pourraient être **adaptées au contexte de l'épargne en France**.

**Nos recommandations s'adressent au gouvernement français** et à d'autres acteurs clés tels que les employeurs, les **représentants du personnel** et les acteurs du marché du secteur financier, en reconnaissant que toutes les parties prenantes de la chaîne de valeur de la retraite devront travailler ensemble pour développer des solutions viables et efficaces.

## Résumé des recommandations

### A. Dispositifs indispensables pour réussir la réforme de l'épargne-retraite

Actions destinées à renforcer la confiance des Français dans le régime législatif, réglementaire et fiscal

1. Améliorer par voie de décrets d'application et d'ordonnance la lisibilité du régime avec un corpus de règles communes destiné à faciliter la portabilité de l'épargne-retraite
2. S'inscrire dans le cadre du nouveau règlement européen qui instaure le produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP)
3. Pérenniser le dispositif législatif et les incitations fiscales de long terme en renforçant le rôle d'un tiers indépendant ayant pour mission d'évaluer le coût et l'efficacité des réformes dans la durée

Actions destinées à renforcer la confiance des Français dans le support d'investissement

4. Faciliter ou prévoir la mise en place d'incitations comportementales pour **accroître le niveau des contributions volontaires**
5. Promouvoir les avantages de la gestion pilotée par le biais d'une série de dispositifs de gouvernance et de contrôle
6. Intégrer un volet **éducation financière** pour soutenir le marché cible d'épargnants qui n'ont pas accès à un conseiller financier

Actions destinées à renforcer la confiance des Français à travers le renforcement de la transparence des frais et la méthodologie d'investissement utilisée

7. Généraliser les dispositifs d'information et de protection des épargnants prévus dans la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) et la Directive sur la Distribution d'Assurances (DDA)
8. Mettre en place un **entretien-bilan sur la retraite tous les 5 ans** pour **accompagner l'épargnant tout au long de sa vie active**
9. Encourager l'utilisation d'outils digitaux et la commercialisation à faibles coûts

### B. Mesures complémentaires envisageables pour améliorer la qualité du dispositif et lui permettre de dépasser ses objectifs

1. Faire bénéficier les particuliers à **faibles revenus** de mesures d'incitations additionnelles
2. Mettre en place un dispositif commun de communication et de suivi sur les 3 piliers de la retraite dès lors que la réforme des piliers 1 et 2 aura été finalisée, de type Tableau de Bord
3. **Imposer** à terme la mise en place des dispositifs d'épargne-retraite de type **auto-enrolment (adhésion automatique)**
4. Créer un organisme de gestion afin de faciliter la diffusion du nouveau Plan Epargne Retraite auprès des employeurs, en s'appuyant sur des exemples mis en place chez nos voisins, tels que le *National Employment Savings Trust* (NEST) britannique
5. Améliorer le cadre de gestion au-delà de la date de départ en retraite

Nous examinons d'abord l'inquiétude des Français vis-à-vis de leur retraite, leur manque de confiance dans les placements financiers risqués menant par conséquent à des portefeuilles pas assez diversifiés, à faible croissance, et contribuant peu au financement de l'économie réelle. Nous avançons ensuite des recommandations que nous estimons essentielles à la mise en œuvre réussie de la loi Pacte, visant à rehausser la confiance des Français dans les dispositifs d'épargne-retraite. Enfin, nous formulons des recommandations supplémentaires afin d'encore améliorer la qualité des réformes, là où nous pensons que le gouvernement peut aller au-delà de ses objectifs initiaux dans les années à venir.

## La loi Pacte est un élément majeur de la réforme de l'épargne-retraite en France

### La population active française s'inquiète des revenus qu'elle percevra pendant la retraite

Les Français se distinguent au niveau mondial par un taux d'épargne élevé, 14%<sup>10</sup> de leur revenu disponible chaque année. En zone euro, seuls les épargnants allemands sont plus prévoyants qu'eux selon les données Eurostat.

Le BlackRock Global Investor Pulse Survey<sup>11</sup> révèle pourtant la crainte des Français quant au risque de manquer de ressources financières à la retraite.

Cette crainte existe en France, malgré les 25 ans de réformes visant à équilibrer les régimes de base et complémentaires, portant sur la durée des cotisations, leur montant, ou encore sur les règles de calcul du niveau de la pension.

**Tableau A : 25 ans de réforme des différents piliers du système des retraites en France<sup>12</sup>**

Année	Nom	Description
1993	Réforme « Balladur »	Pour les salariés du privé : <ul style="list-style-type: none"> <li>• Montant des retraites indexé sur les prix et non plus les salaires</li> <li>• Durée d'assurance pour bénéficiaire du taux plein relevé de 150 à 160 trimestres</li> <li>• Mode de calcul du salaire de référence modifié (passage des 10 aux 25 meilleures années)</li> <li>• Création d'un Fonds de Solidarité Vieillesse</li> </ul>
1995	Réforme « Juppé »	Echec de l'extension de la réforme « Balladur » aux fonctionnaires et aux entreprises publiques
1999	Réforme « Jospin »	Création du Fonds de Réserve des Retraites (FRR) pour couvrir les situations de déséquilibre et anticiper le passage à la retraite de la génération du Baby-Boom
2000		Création du Conseil d'Orientation des Retraites (COR) pour assurer le suivi du système des retraites
2003	Réforme « Fillon »	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alignement progressif de la durée de cotisation nécessaire de la fonction publique sur le secteur privé</li> <li>• Indexation sur les prix des retraites des fonctionnaires</li> <li>• Création des surcote/décote pour encourager le report de la date de départ en retraite</li> <li>• Création des produits d'épargne retraite PERP, PERCO, PERE</li> <li>• Allongement de la durée de cotisation à 41 ans en 2012</li> <li>• Création de la Retraite Additionnelle de la Fonction Publique</li> </ul>
2007 - 2008		Extension des évolutions de la réforme de 2003 aux régimes spéciaux
2010	Réforme « Woerth »	Relèvement de l'âge légal de la retraite à 62 ans (contre 60 ans) Relèvement de l'âge de départ sans décote à 67 ans (contre 65 ans)
2014	Réformes « Ayrault » et « Touraine »	Allongement progressif de la durée de cotisation qui atteindra 43 ans pour les assurés nés à partir de 1973
2018 - 2019	Commission « Delevoye »	La commission réfléchit au passage d'un système constitué de 42 régimes de retraite à un système universel dans lequel chaque Euro cotisé donne lieu aux mêmes droits pour tous. La commission va rendre son rapport en 2019

Source : reforme-retraite.gouv.fr, 2018.

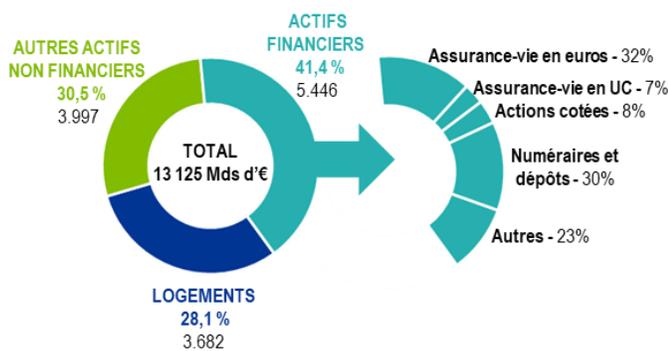
Selon les dernières estimations du Conseil d'Orientation des Retraites (COR), le niveau de vie des retraités devrait à terme passer en-dessous de la moyenne de la population quand, aujourd'hui, il est supérieur de 6% à celui des actifs<sup>13</sup>.

**Les épargnants français n'ont pas confiance dans les placements financiers risqués pour faire croître leur épargne et leur assurer un complément de revenu futur**

Face aux incertitudes sur leurs futurs revenus, les épargnants français privilégient les placements sûrs.

**Figure B : Répartition du patrimoine des ménages par types d'actifs<sup>14</sup>**

En 2016 en milliards d'euros



Source : lafinancepourtous.com d'après Insee.

Dans le Baromètre AMF, les épargnants français disent privilégier l'immobilier (48%), l'assurance-vie en Euro (40%) et les livrets d'épargne (34%) pour une épargne de long terme<sup>15</sup>. Les Français ont un profond et historique attachement à l'actif immobilier. L'achat de la résidence principale est considéré comme le premier acte de préparation de la retraite. L'actif immobilier attire par sa faible volatilité, sa capacité à générer des revenus lorsqu'il est mis en location et son évolution de long terme cohérente avec le niveau des prix.

A contrario, les épargnants français n'ont pas confiance dans les placements financiers de type actions, considérés comme trop risqués par 63% des français selon le Baromètre de l'AMF. 52% d'entre eux refusent tout risque sur les placements tout en sachant que la rémunération restera faible<sup>16</sup>. Les différentes crises financières ont ancré dans les esprits que les marchés financiers sont d'abord des sources de risque avant d'être des sources de performance.

**L'épargne des français est par conséquent trop peu diversifiée, peu performante, et insuffisamment dirigée vers le financement des entreprises**

Les épargnants français gagneraient à bénéficier d'un accompagnement dédié, voire de formations, pour mesurer le potentiel et les risques associés à des placements plus diversifiés car si l'immobilier et les fonds Euro sont peu volatiles, ils ne sont pas sans risque :

- Les comptes courants et livrets proposent une rémunération inférieure à l'inflation ;
- Les contrats d'assurance-vie sont investis essentiellement en obligations et leur rendement est orienté à la baisse depuis plusieurs années avec un niveau désormais proche de l'inflation ;
- L'immobilier comporte un certain nombre de risques structurels (risque locatif, illiquidité) et a une évolution moins favorable, voire potentiellement négative, en cas de remontée des taux d'intérêt.

Les actions des entreprises, dont le risque supérieur se traduit sur le long terme par une performance supérieure, sont sous-représentées dans l'épargne des Français. Le financement des entreprises par l'épargne domestique reste donc marginal, en particulier pour les plus petites. Au 31 décembre 2017, sur l'ensemble des placements des assureurs, soit 2.400 milliards d'euros<sup>17</sup>, 70 milliards d'euros<sup>18</sup> seulement (2.9%) étaient alloués au capital des PME-ETI et le PEA-PME ne totalisait à cette date que 1,2 milliards d'euros<sup>19</sup>.

Fort de ces constats, nous pensons que la loi Pacte, qui constitue un effort certain d'amélioration du système d'épargne retraite volontaire, mériterait que l'on s'attarde sur quelques éléments/axes de réflexion visant à gagner la confiance des investisseurs.

**A. Dispositifs indispensables pour réussir la réforme de l'épargne-retraite**

**Actions destinées à renforcer la confiance des français dans le régime législatif, réglementaire et fiscal**

1. Améliorer par voie de décrets d'application et d'ordonnance la lisibilité du régime avec un corpus de règles communes destiné à faciliter la portabilité de l'épargne-retraite

Les dispositifs spécifiques d'épargne retraite individuelle (PERP, Madelin) ou collective (PERCO et le contrat de retraite Article 83 essentiellement) ne représentent qu'environ 200 milliards d'euros d'encours<sup>20</sup>. L'objectif du gouvernement est de porter l'épargne retraite à 300 milliards d'euros d'encours à l'horizon de la fin du quinquennat.

**Tableau C : Encours repartis entre différents produits d'épargne<sup>21</sup>**

PRODUITS D'EPARGNE-RETRAITE ENTREPRISES		
Nom	Encours	Nombre d'adhérents
PER Entreprises (y compris PERE cotisations définies)	68,9 Mds€	5,3 M
Article 39 (prestations définies)	40,2 Mds€	Inconnu
Perco (épargne salariale retraite)	14 Mds€	2,34 M
Article 82 (retraite supplémentaire)	4,2 Mds€	0,22 M
PRODUITS D'EPARGNE-RETRAITE INDIVIDUELS		
Nom	Encours	Nombre d'adhérents
PERP	16,3 Mds€	2,3 M
Retraites supplémentaires des fonctionnaires (Préfon..)	25,8 Mds€	0,7 M
Contrats Madelin	38 Mds€	1,33 M
Contrats Madelin Agricoles	5,2 Mds€	0,26 M

Source : Drees la retraite et les retraités, édition 2018. Chiffres à fin décembre 2016.

Pour ce faire, la loi **Pacte** initie un grand nombre d'évolutions structurelles pour **rendre l'enveloppe d'épargne-retraite plus attractive**, plus performante et plus sûre pour les épargnants, en réduisant les différences structurelles qui existaient entre les produits de types individuels et collectifs, par **l'uniformisation des règles** appliquées à ces catégories :

- Les différents produits d'épargne-retraite voient leurs règles converger vers un cadre plus attractif pour l'épargnant :
  - Les versements volontaires dans les différents dispositifs donneront lieu à une **déductibilité fiscale** sur le principe « Exonéré à l'entrée - Exonéré pendant - Taxé à la sortie » (EET). Le PERCO conservera son caractère dérogatoire puisque les sommes versées dans le cadre de l'intéressement et de la participation resteront défiscalisées à la sortie. Le dispositif Madelin devrait aussi conserver des plafonds de défiscalisation spécifiques et plus élevés que les autres.
  - A quelques exceptions (Article 83), tous les produits pourront être liquidés à la retraite soit en rente, soit en capital, l'épargnant pouvant sortir de manière fractionnée ou combiner ces deux modes de sortie.

- Les différents dispositifs d'épargne-retraite seront portables et pourront accompagner les salariés au fil de leur carrière (changement d'entreprise ou de statut salarié / fonctionnaire / indépendant).
- Des conditions de **sortie anticipée** du dispositif sont prévues et alignées sur le dispositif PERCO, permettant aux primo-accédants de **retirer leur épargne pour acquérir une résidence principale**, en plus des traditionnels motifs de déblocage (de type « **accidents de la vie** »).
- Des conditions fiscales préférentielles devraient inciter les petites et moyennes entreprises à mettre en place des dispositifs d'intéressement ou de participation, le forfait social étant supprimé sur l'intéressement pour les entreprises de moins de 250 salariés, et sur la participation pour celles de moins de 50 salariés.

Les nouvelles règles mises en œuvre permettront aux épargnants de pouvoir être **investis sur des portefeuilles ayant des espérances de rendement plus élevées** :

- La **déductibilité fiscale à l'entrée devrait se révéler incitative** et conduire les Français à épargner **plus régulièrement et plus tôt**. Or, la durée d'investissement et la régularité des versements sont des facteurs clés de performance et de réduction du risque d'un portefeuille ;
- La possibilité donnée aux assureurs, banquiers et gérants d'actifs de proposer l'ensemble de ces dispositifs devrait **accroître la concurrence et faire baisser les frais** pour les épargnants. De même, la transférabilité des produits d'épargne-retraite sans frais de transfert au bout de 5 ans devrait **stimuler la concurrence au profit des acteurs les plus performants et les plus efficaces**.

Les décrets d'application devront venir préciser les grandes lignes de cette réforme, notamment en matière de fiscalité, de frais et d'éligibilité. Ce nouveau cadre d'épargne pourrait **rééquilibrer la collecte au détriment des livrets et contrats d'assurance-vie**, la fiscalité ayant été relevée par le gouvernement en début de quinquennat (plus-values soumises à un prélèvement forfaitaire unique (PFU) de 30%).

Une transparence plus importante sur les frais pourrait induire une baisse des frais de gestion et donc des performances supérieures dans la durée.

Des clarifications sur l'éligibilité des SICAV **de droit étranger** au futur PERCO seraient également bienvenues pour stimuler la concurrence et l'accès aux solutions de type **Exchange Traded Funds (ETF)**, qui permettent l'accès à une gestion diversifiée à faibles coûts.

2. S'inscrire dans le cadre du nouveau règlement européen qui instaure le produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP)

Le projet de produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle est clé dans le cadre du plan Juncker, qui vise à augmenter le niveau des investissements dans l'économie européenne en connectant mieux l'épargne et les besoins de capitaux. Le PEPP a pour objectif de relier l'épargne-retraite individuelle des citoyens avec les besoins de financement de l'économie européenne, en particulier des entreprises.

C'est un élément important du projet d'Union des Marchés de Capitaux et il trouve son pendant naturel en France dans la réflexion engagée dans le cadre de la loi Pacte. Le dispositif adopté par le Parlement Européen le 8 avril 2019<sup>22</sup> inclut des éléments qui ne sont pas sans rappeler les contours du futur produit d'épargne-retraite français. En particulier, le PEPP propose le choix entre deux options de base, point sur lequel le projet français prend position clairement en faveur de la gestion pilotée. Cette dernière approche, il est vrai, a montré sa capacité à limiter les risques de pertes en capital sur le long terme.

Le PEPP s'inscrit dans un cadre de réflexion plus large, puisqu'il doit définir un produit commun à tous les Européens et portable d'un pays à un autre. De ce point de vue, l'articulation entre les deux projets n'apparaît pas encore évidente et on peut supposer que des ajustements au dispositif français seront nécessaires une fois les caractéristiques finales du PEPP finalisées. Il conviendra en effet d'assurer la cohérence entre les

deux dispositifs pour assurer le positionnement du produit d'épargne-retraite français au sein du cadre européen. Il serait en particulier souhaitable d'aligner les stratégies d'atténuation des risques à l'échelle européenne et l'encadrement de la gestion pilotée au niveau national.

3. Pérenniser le dispositif législatif et les incitations fiscales de long-terme en renforçant le rôle d'un tiers indépendant ayant pour mission d'évaluer le coût et l'efficacité des réformes dans la durée

Les Français se disent préoccupés par leur niveau de revenus à la retraite malgré les réformes successives. Une trop forte volatilité législative du dispositif (paramètres, incitations fiscales) ne fera qu'accroître leur méfiance vis-à-vis de ce nouveau support d'épargne. Un jeune épargnant de 30 ans qui projette de prendre sa retraite vers 65 ans côtoiera 7 gouvernements successifs au minimum, susceptibles de modifier « les règles du jeu ». Le gouvernement a donc besoin de sanctuariser ces règles associées au dispositif sur le long terme.

La loi Pacte aura un coût pour les finances publiques, estimé à 1,1 milliards d'euros en 2019 puis 1,2 milliards d'euros en 2020. L'étude d'impact de la loi Pacte<sup>24</sup>, rendue publique le 18 juin 2018, recense les principaux postes de coût suivants:

- Généralisation du taux de forfait social réduit (16% au lieu de 20%) sur les versements de l'employeur dirigés vers des produits collectifs qui prévoient la possibilité d'investir une certaine proportion des versements dans les titres de petites et moyennes entreprises européennes ;

Tableau D : Cohérence entre le PEPP et le nouveau plan d'épargne retraite français<sup>23</sup>

Modalités	Cohérence des modalités	PEPP	Nouveau plan d'épargne retraite
Solutions d'investissement	✓	Le gestionnaire peut proposer jusqu'à cinq options dont l'une doit être une option de base. L'option de base doit être un produit garanti en capital ou un produit d'atténuation des risques de type gestion pilotée.	Gestion pilotée par défaut.
Retrait anticipé	✗	Des pénalités seront appliquées en cas de retrait anticipé du PEPP pour encourager l'épargne de long terme.	Le nouveau plan prévoit la possibilité de retrait dans des cas spécifiques de type accident de la vie et achat de la résidence principale.
Limite sur les frais annuels prélevés	✗	Une limite explicite d'un pourcent des frais annuels prélevés sur le capital des épargnants.	Aucun plafond de frais de gestion n'est prévu.
Agrément	en fonction des décrets d'application	Il dépendra de l'identité sectorielle du gestionnaire, avec un droit de regard sur la supervision des PEPP au niveau national par l'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles (AEAPP/EIOPA).	A préciser dans les décrets d'application.
Mise en œuvre	en fonction des décrets d'application	L'EIOPA se prépare en 2019 à l'élaboration « d'Orientations » sur les techniques d'atténuation des risques s'appliquant à la gestion pilotée. Ces Orientations pourraient porter sur des questions d'allocations d'actifs, de parcours de risque, d'investissement dans des actifs illiquides et d'adoption des nouveaux dispositifs réglementaires de finance responsable au sein du PEPP.	Les décrets d'application de la loi Pacte doivent être publiés à l'été 2019 pour une mise en œuvre au plus tard en 2020.

- **Suppression du forfait social sur les sommes versées au titre de l'intéressement** pour les entreprises de moins de 250 salariés, et sur l'ensemble des versements pour les entreprises de moins de 50 salariés.

**Nous recommandons** que le législateur associe à la réforme une gouvernance de long terme, à travers la mise en place **d'un organisme indépendant** apte à en évaluer le coût et l'efficacité dans la durée, mais aussi à en garantir la pérennité. Le COR, le Comité de Suivi des Retraites ou encore le Haut-Commissaire à la réforme des retraites, aujourd'hui exclusivement mobilisés sur les piliers 1 et 2, devraient intégrer le pilier 3 dans leur périmètre de réflexion, d'action et de suivi.

### **Actions destinées à renforcer la confiance des Français dans le support d'investissement**

#### **4. Faciliter ou prévoir la mise en place d'incitations comportementales pour accroître le niveau des contributions volontaires**

Le montant des contributions volontaires devrait s'accroître grâce aux incitations fiscales. Les **exemples internationaux** fournissent des idées intéressantes et efficaces pour à la fois augmenter le nombre d'épargnants et le niveau de leurs contributions. D'autres mesures spécifiques devraient donc être envisagées :

- Au niveau des plans d'épargne entreprise ou du dispositif Madelin, l'épargnant devrait se voir proposer **par défaut une contribution automatique à son plan en pourcentage de son revenu mensuel**, à un niveau de base compatible avec **l'effort d'épargne considéré comme minimal** (par exemple 5%) ;
- Cette contribution automatique par défaut pourrait être associée à un dispositif d'augmentation automatique (appelée **Save More Tomorrow** ou *auto-escalation* dans les pays anglo-saxons) dans lequel le **taux d'épargne augmente progressivement à chaque augmentation de revenu du salarié**. De cette manière, une part croissante des augmentations dont bénéficiera l'individu sera affectée à son épargne-retraite, sans que cela soit une contrainte trop forte pour l'individu, qui voit son salaire augmenter ;
- Nous favorisons aussi le développement de **l'abondement**, dispositif par lequel l'employeur contribue de manière systématique aux versements volontaires de ses salariés (*employer matching*). L'abondement est répandu dans les pays anglo-saxons et contribue à **stimuler** le niveau des versements volontaires. La solution à mettre en place pourrait consister en un prélèvement par défaut **visant à optimiser le niveau de l'abondement pour chaque salarié**.

Les travaux académiques sur les options par défauts, par exemple celui du **Prix Nobel R. Thaler**<sup>25</sup> ou *The Behavioural Insights Team*<sup>26</sup>, ont en effet démontré l'efficacité de ces dispositifs correspondant à l'intérêt de l'individu. Une solution par défaut n'étant pas obligatoire, **chacun conserve la liberté de sortir du dispositif**, mais **cela nécessite une décision motivée suivie d'une démarche administrative**. Cette approche est beaucoup plus efficace que l'approche inverse consistant à attendre que l'individu prenne la décision d'épargner plus de manière proactive.

La loi **Pacte ne prévoit** en l'état **que** la généralisation de la gestion pilotée comme option par défaut, ce qui est déjà un immense progrès par rapport à la situation actuelle. **Les décrets d'application devraient idéalement aussi prévoir** la généralisation de ces incitations comportementales (*nudges*).

#### **5. Promouvoir les avantages de la gestion pilotée par le biais d'une série de dispositifs de gouvernance et de contrôle**

L'option de gestion pilotée devrait s'imposer comme la nouvelle norme. Grâce à sa généralisation, le montant des capitaux investis en supports de type actions pour le long terme devrait augmenter de manière significative. En reprenant les hypothèses de l'étude d'impact réalisée par le gouvernement (hausse de 15% à 35% de la part d'actions), **la seule réallocation des encours d'épargne retraite actuels entraînerait à terme un accroissement de l'épargne investie en actions d'environ 17 milliards d'euros**<sup>27</sup>.

Cette approche permet **d'accroître la proportion de l'épargne investie dans des actifs certes plus risqués**, mais plus rémunérateurs sur le long terme. En contrepartie, il s'avère indispensable d'encadrer la gestion pilotée par un système de contrôle de l'allocation d'actifs et de ses résultats.

La question de la qualité de la gouvernance et de la gestion des risques appliquée à la gestion pilotée n'est pas nouvelle. Le gouvernement pourrait s'inspirer d'expériences internationales dans ce domaine. Nous relevons ici quelques exemples qui pourrait s'avérer utiles :

- Aux Etats-Unis, les *Target Date Funds* (fonds à date cible) sont constitués dans un cadre législatif contraignant visant à accroître la qualité de l'investissement<sup>28</sup> ;
- Au Royaume-Uni, les fonds de retraite par défaut doivent établir un comité de gouvernance indépendant ayant vocation à contrôler les activités de la société de gestion. Ce comité a l'obligation d'assurer la mise en place d'objectifs clairs et lisibles, de contrôler la stratégie d'allocation d'actifs et d'en assurer la bonne exécution. Les membres du comité doivent s'acquitter d'une série d'obligations supplémentaires telles qu'un contrôle des frais de gestion et coûts globaux. Par ailleurs, ils doivent envoyer à chaque investisseur un rapport annuel expliquant la valeur ajoutée fournie par chacun des intervenants dans la gestion des actifs<sup>29</sup> ;

- A l'échelle européenne, l'EIOPA travaille actuellement sur une série de mesures qui tendent à encadrer les stratégies d'atténuation des risques, telles que la gestion pilotée admissible dans le PEPP, afin de rassurer les épargnants sur la sécurité d'un tel investissement.

Un objectif **d'éducation financière** devrait toucher les représentants des épargnants dans les organes de gouvernance des nouveaux dispositifs d'épargne-retraite. Le **faible niveau** d'éducation financière perçu **chez les épargnants** se retrouve en effet en partie au niveau des instances de pilotage et de gouvernance. Les décrets d'application et l'ordonnance de la loi Pacte devraient donc prévoir, une fois la gouvernance des différents dispositifs clarifiée, **une obligation de formation périodique des représentants des épargnants**, assurée par des **organismes tiers et indépendants**.

Enfin, les solutions de gestion pilotée devraient relever du domaine de supervision de l'AMF afin de garantir un niveau de qualité et de sécurité suffisant des dispositifs proposés aux épargnants.

En revanche, la liste des sous-jacents d'investissement éligibles aux dispositifs d'épargne salariale gagnera à être **étendue aux SICAV de droit étranger**, afin de stimuler la **concurrence** et la portabilité au profit des épargnants. Un grand nombre de gestionnaires d'actifs ont des gammes de **fonds domiciliées au Luxembourg ou en Irlande**, qui sont **aujourd'hui exclues de cette offre**. Une plus grande variété de solutions d'investissement dans les grilles de gestion pilotée devra donc être enfin encouragée pour permettre l'allocation d'une partie de l'épargne **vers des actifs moins liquides**, des investissements dans les entreprises de taille intermédiaire (ETI), ou des **supports de finance durable**.

#### 6. Intégrer un volet éducation financière pour soutenir le marché cible d'épargnants qui n'ont pas accès à un conseiller financier

La transition de l'investissement des épargnants depuis des solutions peu volatiles vers des **supports exposés aux marchés financiers** aura **pour conséquence l'introduction du facteur volatilité** dans l'équation. La loi Pacte serait plus pertinente si dotée d'un volet éducation financière. Les dispositifs qui proposent le choix de la gestion pilotée par défaut sont une réponse efficace au problème posé par la volatilité. Que ce soit au travers des contributions régulières, naturelles dans le cadre de ces plans, ou de la désensibilisation progressive à l'approche de l'horizon de la retraite, la volatilité y est gérée de manière automatique et ses effets se trouvent naturellement limités sur l'ensemble de la période d'investissement.

Pour autant, **ces évidences académiques** ne sont pas intuitives et **le risque est de voir les épargnants renoncer aux actifs risqués à la prochaine crise financière**. Un important travail d'éducation est donc nécessaire pour **permettre aux épargnants de bien comprendre** l'efficacité de la diversification et des versements réguliers, ainsi que la composition des performances, l'impact des frais et de l'inflation. Les Français sont non seulement conscients du problème, mais demandeurs, selon une enquête Audirep réalisée pour la Banque de France<sup>30</sup> :

- 77% des Français estiment avoir un niveau de connaissance moyen ou faible sur les questions financières ;
- Seulement 17% des personnes interrogées considèrent avoir une connaissance élevée sur les questions financières ;
- 60% des répondants ne maîtrisent pas l'effet de l'inflation sur leur pouvoir d'achat ou encore le calcul d'un intérêt sur un placement.

De la même manière que les salariés français disposent d'un budget formation leur permettant de faire évoluer leurs qualifications professionnelles, on pourrait imaginer la **création d'un budget formation financière** permettant aux épargnants de progresser sur le sujet. L'utilisation d'une **quote-part du Compte Personnel de Formation (CPF) de chaque salarié** à cette fin pourrait ainsi être encouragée.

#### Actions destinées renforcer la confiance des Français à travers le renforcement de la transparence des frais et la méthodologie d'investissement utilisée

##### 7. Généraliser les dispositifs d'information et de protection des épargnants prévus dans la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) et la Directive sur la Distribution d'Assurances (DDA)

La loi Pacte prévoit la coexistence de dispositifs historiquement issus de l'épargne salariale et de l'assurance vie, qui ne sont pas soumis aux mêmes obligations d'information et de protection des épargnants. La Directive MiFID II ne s'applique pas à la distribution de fonds d'investissement dans les enveloppes assurantielles. La Directive DDA ne s'applique pour sa part qu'à ces dernières. L'épargne salariale est, elle, peu ou pas couverte par les différents dispositifs réglementaires. Les décrets d'application devront donc préciser quel cadre réglementaire s'appliquera uniformément aux différentes solutions et supports d'épargne-retraite en matière **d'information et de protection des épargnants**.

Le principe de la portabilité inscrit dans la loi Pacte implique en effet la convergence du cadre réglementaire auquel seront soumis ces différents dispositifs. La phase de rédaction des décrets d'application devra dans la mesure du possible proposer le niveau réglementaire le plus exigeant afin d'augmenter l'attractivité et la sécurité pour les porteurs de ces produits. En particulier, deux domaines devraient être considérés en priorité par le législateur :

- L'information des porteurs
- Le conseil en investissement

Sur le premier point, le volet information des épargnants gagnera à être renforcé dès la rédaction des décrets d'application, sur le modèle de ce que prévoit la directive MiFID II en la matière. Ces informations sont indispensables pour **créer un climat de confiance** de l'épargnant vis-à-vis de ces nouveaux produits d'épargne. L'adhésion par le salarié à un dispositif d'épargne-retraite, notamment en cas de choix de l'option de gestion pilotée, n'est finalement pas fondamentalement différent de **l'achat d'une prestation de conseil en investissement**.

La loi Pacte devrait engendrer une réallocation significative des flux d'épargne vers les dispositifs de gestion pilotée. L'hypothèse sous-jacente est que le profilage réalisé au moment de l'ouverture du plan, qui permet d'attribuer à chaque épargnant, par défaut, une grille d'investissement correspondant à ses objectifs de performance et de risque, restera valide sur toute la durée de la phase d'accumulation d'épargne. Or, sur un horizon de temps aussi long, les revenus, les objectifs patrimoniaux, ou la situation personnelle et professionnelle vont changer plusieurs fois pour chaque individu.

Une réactualisation périodique du profil et des objectifs devrait donc être prévue dans les décrets d'application, de la même manière que la directive MiFID II impose un test d'adéquation comprenant une évaluation de la tolérance au risque de l'investisseur, ainsi qu'une appréciation de sa capacité à subir des pertes. C'est d'autant plus nécessaire que les dispositifs d'épargne-retraite prévoient des situations de déblocage anticipé.

#### 8. Mettre en place un entretien-bilan sur la retraite tous les 5 ans pour accompagner l'épargnant tout au long de sa vie active

L'idée pourrait être de **rendre obligatoire un entretien-bilan sur la retraite tous les 5 ans**. Cet entretien est aujourd'hui possible dès l'âge de 45 ans, mais il concerne surtout les régimes de base et complémentaires. Cet entretien est réalisé par les caisses de retraite pour faire le point sur les perspectives de revenus à la retraite de l'individu et

les dispositifs existants pour améliorer le futur montant de la pension. Cet entretien devrait intégrer une réflexion globale **sur les 3 piliers** de la retraite et **être réalisé par un interlocuteur public ou privé**, selon une **base pédagogique commune**. Il pourrait devenir périodique dès 35 ou 40 ans **avec des occurrences obligatoires**. Ne pouvant évidemment pas se faire sous forme d'un entretien bilatéral systématiquement au vu du nombre des épargnants concernés, les outils digitaux constitueront une solution efficace pour atteindre cet objectif.

#### 9. Encourager l'utilisation d'outils digitaux et la commercialisation à faibles coûts

L'objectif d'éducation peut être plus facilement atteint grâce au développement des outils digitaux. Certains épargnants peuvent déjà y avoir accès via leur compagnie d'assurance vie ou leur prestataire d'épargne salariale. **L'accès aux solutions d'épargne-retraite** via des outils digitaux comprenant un **volet d'éducation financière devrait ainsi être imposée à terme**. Cela permettrait d'assurer un **contrôle régulier des connaissances des épargnants**, comme c'est le cas en assurance vie. Cela permettrait aussi une mise à jour régulière des attentes de chaque épargnant vis-à-vis de son épargne-retraite en termes d'espérance de rendement ou de risque. Enfin, ces outils fournissent une solution à la problématique de l'individualisation du conseil et de l'explication des solutions d'investissement.

L'information des épargnants devrait inclure un volet sur les coûts associés à leurs investissements, qu'il soient liés à l'enveloppe d'investissement ou aux sous-jacents utilisés. Une **information claire sur le niveau des coûts**, leur répartition entre les différents acteurs de la chaîne de valeur, et leur éventuelle prise en charge par un tiers (comme les entreprises), ne peut que rassurer et encourager à terme les Français à faire de ces dispositifs un support privilégié d'épargne dans la durée. Il appartiendra aux prestataires de justifier la valeur ajoutée associée aux différents frais supportés par l'investisseur, la qualité d'une enveloppe ne pouvant pas uniquement se juger par son coût. Les services associés, comme le conseil ou le reporting, la qualité des solutions proposées et de la gestion mise en place, sont autant d'arguments à faire valoir auprès des épargnants pour justifier le niveau de frais pratiqué.

## B. Mesures complémentaires envisageables pour améliorer la qualité du dispositif et lui permettre de dépasser ses objectifs

### 1. Faire bénéficier les particuliers à faibles revenus de mesures d'incitation additionnelles

Le futur dispositif se veut essentiellement incitatif. Il s'agit de lever les freins qui ont bloqué le développement de l'épargne-retraite depuis l'origine et de créer des incitations pour en accélérer le développement. En particulier, la possibilité offerte aux particuliers de défiscaliser leurs versements volontaires devrait se révéler efficace à l'heure où les niches fiscales ont été fortement limitées par ailleurs.

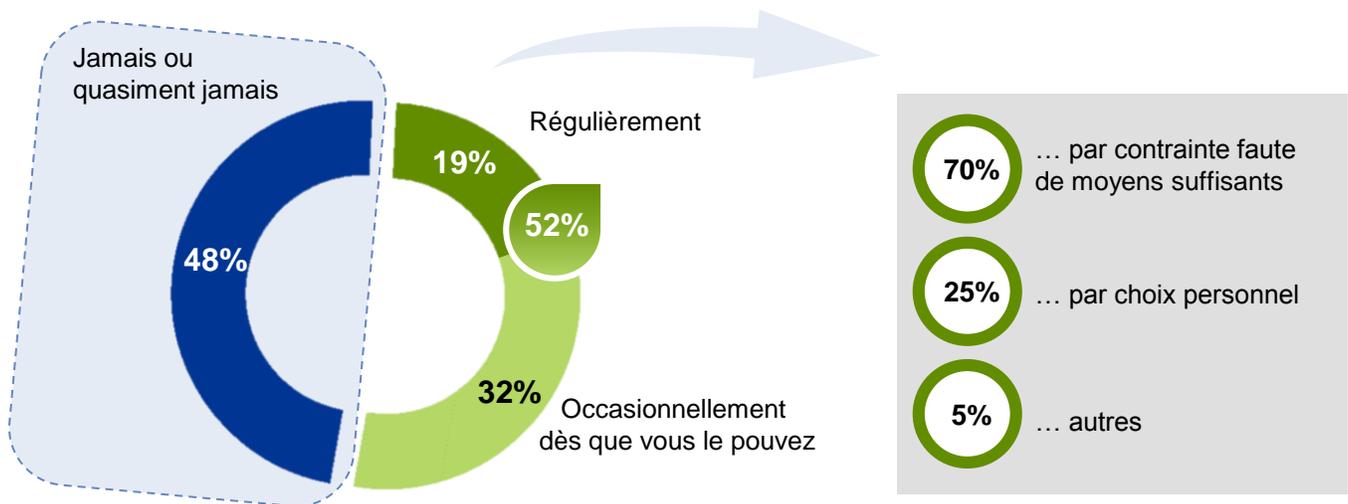
Pour autant, ce mécanisme ne sera efficace que pour les particuliers exposés aux tranches supérieures de l'impôt sur le revenu et pour lesquels l'effet de levier ainsi créé sera significatif. En revanche, pour les ménages peu ou pas fiscalisés, soit la majorité des actifs, ce mécanisme ne devrait pas constituer une incitation efficace. Il pourrait même se révéler contre-productif si les sommes versées

volontairement n'ont pas généré d'économie d'impôt alors que les sommes retirées à terme seront fiscalisées.

Ce point peut être illustré dès aujourd'hui. Les sommes versées par les entreprises à leurs salariés au titre de l'intéressement, de la participation ou de l'abondement sont exonérées d'impôt sur le revenu à condition d'être bloquées pour une durée minimale de 5 ans. Mais une partie de ces sommes n'est en pratique pas bloquée dans des comptes d'épargne salariale, les salariés préférant récupérer directement ces montants qui viennent alors constituer un complément de revenu, au motif que ces salariés ne sont pas ou peu fiscalisés.

L'enjeu de la réforme est de faire de l'épargne retraite un produit populaire pour en assurer la pérennité sur le long terme. Le législateur sera donc avisé d'envisager à terme la mise en place d'un crédit d'impôt accessible aux ménages non imposables. Un crédit d'impôt de 15% à 30% par exemple, limité à une assiette de versement de 1.000 euros par an, pourrait alors permettre de démocratiser largement le modèle au-delà des seuls ménages ayant un intérêt fiscal à se constituer une épargne-retraite. Il constituerait une forme d'abondement public.

Figure E : Fréquence et motifs de non-épargne pour la retraite<sup>31</sup>



Source : AMF, 2018.

2. Mettre en place un **dispositif commun de communication** et de suivi sur les 3 piliers de la retraite dès lors que la réforme des piliers 1 et 2 aura été finalisée, de type Tableau de Bord

Le gouvernement a choisi de séquencer son approche en traitant les dispositifs d'épargne-retraite individuels et collectifs (pilier 3) avant les régimes de base (pilier 1) et complémentaires (pilier 2). Les **piliers 1 et 2 semblent ainsi s'opposer au pilier 3.**

**Tableau F : Comparaison des différents piliers<sup>32</sup>**

	Piliers 1 et 2	Pilier 3
<b>Description</b>	Régimes de retraite de base et complémentaires	Régimes supplémentaires et épargne volontaire
<b>Mode de gestion</b>	Systèmes publics	Dispositifs privés
<b>Nature du système</b>	Répartition	Capitalisation
<b>Population couverte</b>	Universelle	Basée sur le volontariat
<b>Caractère des versements</b>	Obligatoires	Obligatoires ou volontaires
<b>Type de pension</b>	Garantie par l'état, flexibilité limitée	Rente ou sortie en capital, montant fonction des décisions d'investissements

Source : BSI Economics « Système de retraite en France ».

Pour dépasser ce clivage, le gouvernement devrait, en relation avec des acteurs privés, mettre en place différents outils unifiant les différents volets de la réforme des retraites, soit à l'horizon 2020-2021 :

- Développer une communication holistique sur la préparation de l'épargne-retraite, en présentant les approches par répartition et par capitalisation comme **complémentaires** ;
- **Intégrer de manière structurelle le pilier 3 dans la réflexion et le suivi de la retraite en France par les organismes d'experts de type COR ou CESR** ;
- Favoriser la mise en place d'un Tableau de Bord, d'outils digitaux de type agrégateur-simulateur permettant à chaque épargnant d'évaluer ses futurs revenus issus des différents piliers et les paramètres à ajuster pour atteindre ses objectifs de revenus ;
- Mettre en place **un identifiant digital propre à chaque individu pour collecter aisément auprès des différentes administrations et dépositaires d'actifs** (banques, assureurs, gérants d'actif...) **les informations nécessaires à l'alimentation des outils de simulation**. Un tel identifiant réduira aussi le risque de voir certains épargnants perdre de vue une partie de leur épargne.

Le focus devra être mis sur la **probabilité de bénéficier d'un certain niveau de revenu en euro constant à la retraite**, en tenant compte de différents scénarios. **Nous sommes conscients de la difficulté intrinsèque liée à la mise en place de tels outils**, mais considérons qu'ils seront décisifs pour aider les épargnants à mieux préparer leur retraite.

La rente, qui a mauvaise réputation auprès des épargnants, constitue enfin un outil utile pour assurer un certain niveau de revenu indépendant de tout risque financier ou de longévité. C'est aussi un pont naturel entre les piliers 1 et 2 d'une part, et le pilier 3 d'autre part, puisque **le mécanisme de rente constitue finalement l'équivalent le plus proche du système par répartition**. Nous voyons deux enjeux autour de la thématique de la sortie en rente :

- Les solutions de rente devront être intégrées au chantier de communication globale pour qu'elles trouvent leur juste place dans la préparation de la phase de retraite (voir notre recommandation 5 à la page 13), ainsi que dans les outils de simulation digitaux ;
- Une plus grande transparence sur les conditions offertes en termes de rente gagnera à être organisée par le législateur afin de permettre aux épargnants de comparer les offres plus facilement et de bénéficier d'une concurrence accrue sur ce secteur.

### 3. Imposer à terme la mise en place des dispositifs d'épargne-retraite de type **auto-enrolment (adhésion automatique)**

Dans l'univers des plans d'épargne-retraite, la diffusion des PERCO se heurte depuis leur mise en place à un problème lié à la taille des entreprises. Seulement 12,5% des salariés dans les entreprises de 1 à 9 salariés ont aujourd'hui accès à un dispositif d'épargne salariale, et seulement 20% dans les entreprises de 10 à 49 salariés. 87% des salariés ayant accès à un dispositif d'épargne salariale travaillent dans une entreprise de plus de 50 salariés<sup>33</sup>. Avec la loi Pacte, le gouvernement compte développer leur diffusion grâce à des mesures essentiellement incitatives, la première d'entre elles étant la suppression du forfait social. La négociation d'accords d'épargne salariale adaptés aux entreprises de moins de 50 salariés au niveau des branches à la fin de 2019 devrait aussi faciliter l'adoption de ces dispositifs dans les plus petites entreprises.

Pour aller plus loin, il faudra envisager un horizon à partir duquel **les employeurs pourraient être contraints de proposer un dispositif d'épargne retraite à leurs salariés**. De même, au niveau des **professions indépendantes**, l'adhésion à un plan d'épargne-retraite pourrait faire partie des **obligations** une fois que certaines conditions de revenus seraient atteintes. Un peu comme cela a été fait dans le

cadre de la **loi Accord National Interprofessionnel (ANI) qui a permis la généralisation des complémentaires santé dans les entreprises depuis 2013, l'adhésion à un dispositif d'épargne-retraite pourrait ainsi à terme devenir obligatoire** sauf si l'épargnant dispose déjà d'un plan ailleurs. Cette approche aurait pour conséquence immédiate de faire croître très significativement le taux de couverture des actifs.

#### 4. Créer un organisme de gestion afin de faciliter la diffusion du nouveau Plan Epargne Retraite, en s'appuyant sur des exemples mis en place chez nos voisins, tels que le *National Employment Savings Trust (NEST)* britannique

En contrepartie de l'obligation évoquée plus haut de mettre en place un dispositif d'épargne-retraite, le gouvernement pourrait envisager la création d'une structure nationale de type *National Employment Savings Trust (NEST)* accessible à tous, que ce soit à titre individuel (pour les professions indépendantes et les commerçants) ou collectif pour combler d'éventuelles lacunes de couverture par le secteur privé.

Après la mise en place de l'adhésion automatique en 2012 au Royaume-Uni, le gouvernement britannique a créé le *NEST* (le nid) pour permettre à chaque employeur de proposer un plan d'épargne-retraite à ses salariés, quelle que soit la taille de son entreprise et les moyens dont il dispose pour le superviser.

Cette solution permet aux plus petites structures de disposer d'un **plan inter-entreprises, mutualisé** et géré de manière concurrentielle par rapport aux dispositifs proposés par les acteurs privés. De cette manière, les entités qui ne bénéficieront pas d'une offre suffisamment compétitive du fait de leur taille ou qui n'auront pas les moyens de sélectionner une offre leur convenant pourront s'appuyer sur un dispositif universel, simple d'accès et efficace. NEST remplit **une mission de service public** consistant en l'acceptation de tout employeur souhaitant s'acquitter de son obligation de proposer une retraite à adhésion automatique. Au 31 mars 2018, NEST gérait 2,7 milliards de livres sterling (des encours qui ont vocation à croître rapidement) pour le compte de 6,4 millions d'adhérents répartis entre 616.000 employeurs<sup>35</sup>.

## L'adhésion automatique au Royaume Uni<sup>34</sup>

L'adhésion automatique mise en place depuis 2012 a fait ses preuves en encourageant les épargnants à constituer une épargne-retraite. Plus de 9,9 millions de travailleurs ont été automatiquement inscrits et plus de 1,4 million d'employeurs ont rempli leurs obligations. Les niveaux de connaissance et de compréhension de l'adhésion automatique sont élevés. En particulier, au moins 93% des micro, petites et moyennes entreprises sont au courant de leurs obligations dans ce domaine. Presque tous les grands et moyens employeurs (97% et 99% respectivement) et la grande majorité des petits employeurs (84%) ont déclaré qu'ils avaient automatiquement inscrit leurs employés à un régime de retraite admissible à la fin de 2017. En 2017, presque la moitié (47%) des employeurs disposaient d'une forme de plan d'épargne-retraite, contre 19% en 2013. Ces 47% d'entreprises employaient 91 % des employés du secteur privé à cette date.

Les résultats du sondage de suivi du Ministère du Travail et des Retraites (*Department for Work and Pensions*) reflètent que la majorité (82%) des personnes interrogées considèrent l'inscription automatique comme une bonne chose, qu'il est normal pour elles (80%) d'épargner au sein d'une retraite professionnelle et qu'elles savent où chercher davantage d'informations sur les retraites professionnelles (83%).

### Échelonnement progressif des cotisations minimales



À titre d'illustration seulement

Source : Blackrock, Planning for retirement: Long-term savings and investment in the UK, 2018.

Alors que **les instances d'adhésion automatique aux retraites privées se sont relativement répandues** (Royaume-Uni, Australie, Nouvelle Zélande), ces organismes de gestion de retraite par capitalisation visent à **proposer une gestion par défaut à tout employeur** sont à leurs débuts. **Aux Etats-Unis, nous voyons une série de propositions au niveau fédéral et au niveau des Etats pour accélérer l'accès** aux plans de retraite inter-entreprises *Multi-employer plans* pour alléger le fardeau sur les petites et moyennes entreprises<sup>36</sup>. Nous encourageons la mise en place de dispositifs adaptés au marché français pour faire bénéficier chaque actif des avantages du nouveau Plan Epargne Retraite.

### 5. Améliorer le cadre de gestion au-delà de la date de départ en retraite

La loi Pacte vise à généraliser les solutions de gestion pilotée. Or, la loi de 2010 a introduit des règles de sécurisation de l'épargne investie en gestion pilotée dans les PERCO visant à réduire très significativement les risques financiers à l'approche de la date de départ en retraite (Art. R3334-1-2 du Code du Travail) :

- L'allocation de l'épargne conduit à une augmentation progressive de la part des sommes investies dans des supports présentant un profil d'investissement à faible risque ;
- Deux ans au plus tard avant l'échéance de sortie du PERCO, les actifs de l'épargnant doivent être au minimum investis à hauteur de 50% dans des actifs présentant un profil d'investissement à faible risque.

En pratique, cela se traduit par une très forte réduction du risque dans les grilles d'allocation proposées à l'approche du départ en retraite par les acteurs proposant ces solutions dans les PERCO actuels. L'hypothèse implicite est ainsi que la période de retraite est par construction une période de désépargne, et que l'individu ne doit dès lors plus avoir qu'une exposition marginale ou nulle à des actifs risqués.

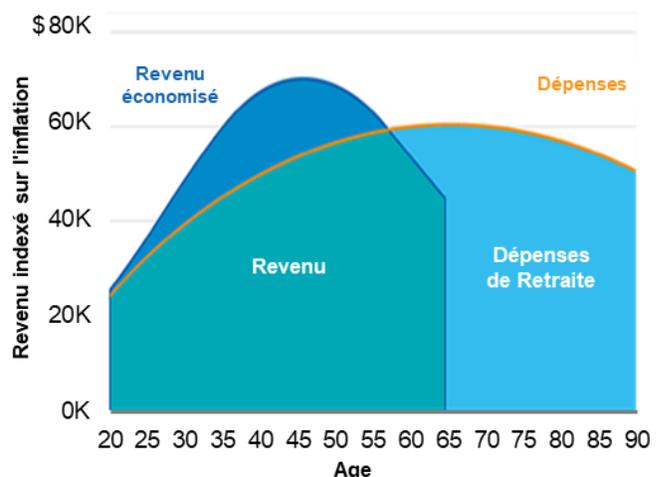
Cependant, cette hypothèse est infondée pour de nombreuses raisons :

- Les profils de risque et le patrimoine des épargnants ne sont pas tous identiques, certains épargnants pouvant ainsi tolérer un niveau de risque supérieur sur l'épargne constituée y compris à la retraite ;
- La période de retraite ne se traduit pas forcément par une désépargne, les retraités pouvant choisir de prolonger la période d'investissement et de différer la phase de dé-cumulation ;
- La période de retraite est aujourd'hui associée à un horizon de temps long. La nécessité de faire fructifier l'épargne peut conduire à maintenir un certain niveau d'actifs risqués dans la durée ;

- L'approche actuelle contribue à faire des actifs volatiles comme les actions des actifs risqués, indépendamment de la notion de durée d'investissement et de leur potentiel de rendement, ce qui réduit aussi le potentiel de financement de l'économie sur le long terme.

En pratique, on observe que dans d'autres pays, la période de désépargne, appelée aussi phase de dé-cumulation, n'est pas forcément associée à une stratégie d'investissement faiblement risquée, d'autant que les solutions de rente différée ou les solutions hybrides combinant sortie progressive en capital et rente pourront permettre de réduire certains risques (risque de longévité, risque de marché...) pour l'épargnant.

**Figure G: Le modèle de revenu médian des salariés américains, ainsi que leur consommation anticipée<sup>37</sup>**



Source : BlackRock, équipe Recherche Multi-Assets, 2019.

En effet, une des conséquences de l'accroissement de la longévité pour les futurs retraités est qu'elle rallonge la période pendant laquelle ils devront s'appuyer sur leur épargne. De ce fait, la phase de dé-cumulation devient une période hybride pendant laquelle le retraité extrait des revenus d'un capital qui doit rester suffisamment investi en actifs risqués pour générer de la performance. Des éléments d'espérance de vie devraient d'ailleurs être proposés aux épargnants et retraités pour leur permettre d'ajuster au mieux leur stratégie d'investissement et de désinvestissement via les outils de simulation digitaux qui leur seront proposés.

Ces outils digitaux pourront en effet permettre d'affiner l'évaluation du profil et des objectifs individuels des épargnants pour leur associer des grilles de dé-cumulation plus adaptées. L'horizon d'investissement des grilles de gestion pilotée proposées dans les dispositifs

d'épargne-retraite pourrait ainsi être fixé par défaut à l'âge estimé de départ à la retraite, mais avec la possibilité de le décaler au-delà en fonction de l'horizon propre de chaque épargnant. Cet horizon ferait justement partie des sujets discutés lors des échanges bilans-retraite. Un projet de dé-cumulation adapté à la situation personnelle de l'épargnant réduit le risque de le voir liquider son dispositif d'épargne-retraite à la date de départ en retraite pour l'immobiliser en actif immobilier ou en épargne sans risque.

L'évolution de la réglementation sur le cadre de gestion un peu avant et après le départ en retraite est donc **un enjeu majeur de la fin de ce quinquennat ou du prochain, afin de finaliser ce qui a été commencé avec la loi Pacte**. Une fois le cadre de dé-cumulation clarifié, des solutions innovantes de gestion pourront être proposées aux épargnants par les différents acteurs privés, comme on a pu l'observer dans les pays qui ont déjà développé ce pilier de l'épargne-retraite

supplémentaire. Cela s'est par exemple traduit par le développement de *Target Date Funds* (fonds à date cible) permettant à chaque épargnant de bénéficier tout au long de sa vie d'une solution adaptée à son niveau de tolérance au risque, à son horizon de placement et à ses besoins de revenus, voire à son espérance de vie, indépendamment de la date effective de départ à la retraite.

## Conclusion

Nos recommandations sont basées sur les commentaires des épargnants français sur leurs priorités en matière d'épargne-retraite et sur ce qui les empêche d'épargner plus efficacement. Nous croyons que la loi Pacte présente une occasion inédite de faire progresser la culture d'investissement dans le cadre de l'épargne. Il existe un large consensus au sein de l'industrie quant aux mesures à prendre pour mettre au point des solutions d'investissement innovantes et transparentes, et faire en sorte que la prochaine génération puisse profiter des avantages d'une plus grande longévité.

---

## Contenu associé

Pour accéder à notre collection complète de commentaires sur les politiques publiques, y compris les *ViewPoints* et les lettres d'observation aux régulateurs, veuillez visiter le site [www.blackrock.com/corporate/en-us/insights/public-policy](http://www.blackrock.com/corporate/en-us/insights/public-policy).

---

## Références

1. Etude BlackRock Global Investor Pulse 2017.
2. BlackRock est présent en France depuis plus de 10 ans et nos équipes basées à Paris accompagnent les investisseurs français grâce à nos équipes de vente, de gestion (solutions, alternatif), de recherche (ESG) et de support locales. Environ deux tiers des actifs sous gestion de BlackRock dans le monde sont liés à la retraite (à fin 2018). Ayant lancé nos activités aux Etats-Unis il y a plus de trente ans, nous avons développé une expertise sur le marché de la retraite par capitalisation. Avant la France, d'autres pays ont reformé leurs systèmes de retraite et nous avons contribué à ces évolutions par des de positions publiques (ViewPoints) au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, et au Japon, en particulier. Consultable sur : <https://www.blackrock.com/corporate/insights/public-policy/retirement>
3. AMF, « Baromètre de l'épargne et de l'investissement, Etude 2018 », Octobre 2018. Consultable sur : <https://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F602559d0-ede9-44eb-888d-7fd564435a83>
4. INSEE, à fin 2017. Consultable sur : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3676751?sommaire=3696937>
5. AFG, 10 octobre 2017. Consultable sur <https://www.afg.asso.fr/lepargne-salariale-au-30-juin-2017-une-epargne-toujours-majoritairement-investie-en-actions-dont-les-encours-selevent-a-130-milliards-deuros/>
6. Source Banque de France, 31/12/18 <https://www.banque-france.fr/statistiques/epargne/epargne-des-menages>
7. Source Banque de France, 31/12/18 <https://www.banque-france.fr/statistiques/epargne/epargne-des-menages>
8. Source INSEE, as of the end of 2017 <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3676751?sommaire=3696937>
9. Economie.gouv.fr « La Loi PACTE adoptée par le parlement ». Consultable sur : <https://www.economie.gouv.fr/plan-entreprises-pacte>
10. INSEE, à fin 2017. Consultable sur : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3676751?sommaire=3696937>
11. Etude BlackRock Global Investor Pulse 2017.
12. Les précédentes réformes des retraites en France, 23 juin 2017. Consultable sur : <https://reforme-retraite.gouv.fr/le-saviez-vous/article/les-precedentes-reformes-des-retraites-en-france>
13. COR Retraite, « Evolutions et perspectives des retraites en France », Juin 2018. Consultable sur : <http://www.cor-retraites.fr/IMG/pdf/doc-4303.pdf>
14. La Finance pour tous, « Le patrimoine des Français » <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/finance-perso/epargne-et-placement/patrimoine/le-patrimoine-des-francais/> et INSEE à fin 17 : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3676751?sommaire=3696937>
15. AMF, « 2e édition du Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement (octobre 2018) », 6 décembre 2018. Consultable sur : <https://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F602559d0-ede9-44eb-888d-7fd564435a83>
16. AMF, « 2e édition du Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement (octobre 2018) », 6 décembre 2018. Consultable sur : <https://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F602559d0-ede9-44eb-888d-7fd564435a83>
17. Fédération française des sociétés d'assurance, « Tableau de bord de l'assurance en 2017 » <https://www.ffa-assurance.fr/etudes-et-chiffres-cles/tableau-de-bord-de-assurance-en-2017>
18. Fédération française des sociétés d'assurance, « Tableau de bord de l'assurance en 2017 » <https://www.ffa-assurance.fr/etudes-et-chiffres-cles/tableau-de-bord-de-assurance-en-2017>
19. Statistiques sur plans d'épargne actions (PEA) et les PEA-PME <https://www.banque-france.fr/en/node/104463>
20. Drees, « Les retraités et les retraites, Edition 2018 ». Consultable sur : [https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/IMG/pdf/retraites\\_2018.pdf](https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/IMG/pdf/retraites_2018.pdf)
21. Drees, « Les retraités et les retraites, Edition 2018 ». Consultable sur : [https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/IMG/pdf/retraites\\_2018.pdf](https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/IMG/pdf/retraites_2018.pdf)
22. European Parliament, « Pan-European Personal Pension Product (PEPP) ». Consultable sur : [http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2019-0347\\_EN.html](http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2019-0347_EN.html)
23. BlackRock, équipe Affaire Publiques EMEA, 2019
24. Etude d'impact de la Loi Pacte, 18 juin 2018. Consultable sur : <https://www.ifppc.fr/ressources/documents/1/5e802d0-1333-Etude-d-impact-loi-PACTE-18.pdf>
25. Thaler R.H, Sunstein C.R, 2010, Nudge. Nudge (Revised Edition): Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness
26. The Behavioural Insights team at <https://www.bi.team/about-us> Voir Rapport Annuel 2017/2018. Consultable sur : <https://www.bi.team/wp-content/uploads/2019/01/Annual-update-report-BIT-2017-2018.pdf>
27. Etude d'impact de la Loi Pacte, 18 juin 2018. Consultable sur : <https://www.ifppc.fr/ressources/documents/1/5e802d0-1333-Etude-d-impact-loi-PACTE-18.pdf>
28. ICI Global Target Date Funds Resource Centre. Consultable sur : <https://www.iciglobal.org/trdf>, <https://www.blackrock.com/us/individual/education/retirement/what-is-a-target-date-fund>
29. FCA Handbook Conduct of Business Source Book (COBS) 19.5.5R
30. Banque de France, « Enquête sur l'éducation financière du public en France », mars 2019. Consultable sur : [https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/03/21/enquete\\_audirep\\_banque\\_de\\_france.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/03/21/enquete_audirep_banque_de_france.pdf)
31. AMF, « 2e édition du Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement (octobre 2018) », 6 décembre 2018. Consultable sur : <https://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F602559d0-ede9-44eb-888d-7fd564435a83>
32. BSI Economics « Système de retraite en France ». Consultable sur : <http://www.bsi-economics.org/732-systeme-retraite-france-ggg>
33. DARES résultats. « Participation, intéressement et épargne salariale. Les commes versées sont en forte hausse en 2015 ». Consultable sur : <https://dares.travail-emploi.gouv.fr/IMG/pdf/2017-055.pdf>
34. Blackrock, Planning for retirement : Long-term savings and investment in the UK, 2018, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-planning-for-retirement-uk-july.pdf>
35. National Employment Saving Trust Corporation, « Annual report and accounts 2017/18 ». Consultable sur : [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/725150/nest-annual-report-and-accounts-2017-18.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/725150/nest-annual-report-and-accounts-2017-18.pdf)
36. BlackRock - Expanding access to Retirement Savings for Small Business. Consultable sur : <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-expanding-access-retirement-savings-november-2015.pdf> et Increasing Access to Open Multi Employer Plans. Consultable sur : <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-increasing-access-open-multiple-employer-plans-january-2018.pdf>
37. BlackRock, équipe Recherche Multi-Assets, 2019

Cette publication représente **le point de vue de BlackRock en matière de réglementation et de politique publique**. Les avis exprimés dans ce document sont en date du mois de **juin 2019** et sont sujets à changement à tout moment en raison de l'évolution du marché, de l'environnement économique ou réglementaire ou pour d'autres raisons. L'information contenue dans cette présentation ne doit pas être interprétée comme étant de la recherche ou utilisée pour prendre des décisions d'investissement dans une société ou d'un titre financier en particulier, ni être utilisée comme un avis juridique. Toute référence à une société ou à un titre financier spécifique est faite à titre indicatif et ne constitue pas une recommandation d'acheter, de vendre, de détenir ou d'investir directement dans une société ou ses titres, ni une offre ou une invitation à investir dans un fonds BlackRock et n'a pas été préparée en conjonction avec une telle offre. Il n'y a aucune garantie que les prévisions énoncés ici se réaliseront. La confiance accordée à l'information contenue dans ce document est à la seule discrétion du lectorat.

**In the U.S.**, this material is intended for public distribution. **In the EU**, issued by BlackRock Investment Management (UK) Limited (authorised and regulated by the Financial Conduct Authority). Registered office: 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL. Registered in England No. 2020394. Tel: 020 7743 3000. For your protection, telephone calls are usually recorded. BlackRock is a trading name of BlackRock Investment Management (UK) Limited. This material is for distribution to Professional Clients (as defined by the FCA Rules) and Qualified Investors and should not be relied upon by any other persons. For qualified investors **in Switzerland**, this material shall be exclusively made available to, and directed at, qualified investors as defined in the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006, as amended. Issued **in the Netherlands** by the Amsterdam branch office of BlackRock Investment Management (UK) Limited: Amstelplein 1, 1096 HA Amsterdam, Tel: 020 - 549 5200. **In France**, issued by BlackRock France S.A.S. (authorized and regulated by the Autorité des Marchés Financiers). Registered office : Le Centorial 16-18 rue du 4 Septembre 75 002 Paris, France. **In South Africa**, please be advised that BlackRock Investment Management (UK) Limited is an authorised Financial Services provider with the South African Financial Services Board, FSP No. 43288. **In Dubai**: This information can be distributed in and from the Dubai International Financial Centre (DIFC) by BlackRock Advisors (UK) Limited — Dubai Branch which is regulated by the Dubai Financial Services Authority ('DFSA') and is only directed at 'Professional Clients' and no other person should rely upon the information contained within it. Neither the DFSA or any other authority or regulator located in the GCC or MENA region has approved this information. This information and associated materials have been provided to you at your express request, and for your exclusive use. This document is not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution would be unlawful under the securities laws of such. Any distribution, by whatever means, of this document and related material to persons other than those referred to above is strictly prohibited. **In Singapore**, this is issued by BlackRock (Singapore) Limited (Co. registration no. 200010143N). **In Hong Kong**, this material is issued by BlackRock Asset Management North Asia Limited and has not been reviewed by the Securities and Futures Commission of Hong Kong. In Korea, this material is for Professional Investors only. **In Japan**, this is issued by BlackRock Japan. Co., Ltd. (Financial Instruments Business Operator: The Kanto Regional Financial Bureau. License No375, Association Memberships: Japan Investment Advisers Association, the Investment Trusts Association, Japan, Japan Securities Dealers Association, Type II Financial Instruments Firms Association.) for Professional Investors only (Professional Investor is defined in Financial Instruments and Exchange Act). **In Taiwan**, independently operated by BlackRock Investment Management (Taiwan) Limited. Address: 28/F, No. 95, Tun Hwa South Road, Section 2, Taipei 106, Taiwan. Tel: (02)23261600.

**In Australia**, issued by BlackRock Investment Management (Australia) Limited ABN 13 006 165 975, AFSL 230 523 (BIMAL). This material is not a securities recommendation or an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of any securities in any jurisdiction. The material provides general information only and does not take into account your individual objectives, financial situation, needs or circumstances. Before making any investment decision, you should therefore assess whether the material is appropriate for you and obtain financial advice tailored to you having regard to your individual objectives, financial situation, needs and circumstances. BIMAL, its officers, employees and agents believe that the information in this material and the sources on which it is based (which may be sourced from third parties) are correct as at the date of publication. While every care has been taken in the preparation of this material, no warranty of accuracy or reliability is given and no responsibility for the information is accepted by BIMAL, its officers, employees or agents. Any investment is subject to investment risk, including delays on the payment of withdrawal proceeds and the loss of income or the principal invested. While any forecasts, estimates and opinions in this material are made on a reasonable basis, actual future results and operations may differ materially from the forecasts, estimates and opinions set out in this material. No guarantee as to the repayment of capital or the performance of any product or rate of return referred to in this material is made by BIMAL or any entity in the BlackRock group of companies. **In China**, this material may not be distributed to individuals resident in the People's Republic of China ("PRC", for such purposes, excluding Hong Kong, Macau and Taiwan) or entities registered in the PRC unless such parties have received all the required PRC government approvals to participate in any investment or receive any investment advisory or investment management services. For other APAC countries, this material is issued for Institutional Investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and does not constitute investment advice or an offer or solicitation to purchase or sell in any securities, BlackRock funds or any investment strategy nor shall any securities be offered or sold to any person in any jurisdiction in which an offer, solicitation, purchase or sale would be unlawful under the securities laws of such jurisdiction. In Canada, this material is intended for permitted clients only. **In Latin America and Iberia**, this material is for educational purposes only and does not constitute investment advice nor an offer or solicitation to sell or a solicitation of an offer to buy any shares of any fund (nor shall any such shares be offered or sold to any person) in any jurisdiction in which an offer, solicitation, purchase or sale would be unlawful under the securities law of that jurisdiction. If any funds are mentioned or inferred to in this material, it is possible that some or all of the funds have not been registered with the securities regulator of Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama, Peru, Portugal, Spain, Uruguay or any other securities regulator in any Latin American country and thus might not be publicly offered within any such country. The securities regulators of such countries have not confirmed the accuracy of any information contained herein. The information provided here is neither tax nor legal advice.

©2019 BlackRock, Inc. All Rights Reserved. BLACKROCK is a registered trademark of BlackRock, Inc. All other trademarks are those of their respective owners.