

# LES ASSISES NATIONALES DU FINANCEMENT DU LONG TERME

AUGUSTIN DE ROMANET\*

**D**ans l'environnement économique que nous traversons, nous devons disposer d'un matériau intellectuel solide pour emporter la conviction.

Afin que les autorités et les régulateurs adhèrent à l'idée que nous défendons de la nécessaire promotion de l'investissement de long terme (ILT), il était indispensable que, préalablement, les acteurs intéressés mènent de concert une réflexion collective sur les besoins d'ILT de l'économie nationale.

Telle est la raison d'être des « Assises nationales du financement du long terme » qui se sont tenues à Paris le 17 novembre 2011 à l'initiative de la Caisse des Dépôts.

En posant un diagnostic précis sur le cadre actuel de l'ILT dans notre pays, nos travaux renforcent la crédibilité de la promotion de l'ILT que nous sommes nombreux à appeler de nos vœux.

Un rappel chronologique s'impose.

La loi du 8 août 2008 dite de « modernisation de l'économie » (LME) a consacré le rôle traditionnel d'investisseur de long terme de la Caisse des Dépôts, lui appliquant une réglementation bancaire aménagée pour tenir compte de cette spécificité.

Dès 2009, afin de préparer son futur cadre prudentiel, notre établissement a organisé des consultations de place dans le cadre des « petits-déjeuners de Pomereu ». Ces discussions ont montré l'intérêt d'engager une réflexion approfondie sur la prise en compte des besoins d'LT dans l'économie, dans la mesure

---

\* Directeur général, Caisse des Dépôts.

où les dispositifs de régulation prudentielle et comptable apparaissent inadaptés aux caractéristiques de cette catégorie d'investissement.

Dans cet esprit, en liaison avec les trois principales institutions européennes du Club des investisseurs de long terme (BEI – Banque européenne d'investissement –, KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau –, CDP – Cassa Depositi e Prestiti), la Caisse des Dépôts a réuni pendant un an une vingtaine d'experts qui ont inventorié les obstacles discriminants pour l'ILT en matière de régulation bancaire communautaire.

Ce groupe a posé un diagnostic sur les carences actuelles de la régulation en matière d'ILT et proposé des aménagements transmis au commissaire en charge du Marché intérieur, Michel Barnier, le 30 septembre 2010.

Ce rapport suggérait notamment à la Commission européenne de lister les obstacles techniques entravant l'ILT au sein de l'Union européenne. Sur ce fondement, il a préconisé la création d'un cadre européen favorable à l'ILT conçu comme un vecteur décisif de la compétitivité de l'Union européenne.

Dans ce contexte, la Caisse des Dépôts a souhaité lancer une réflexion nationale de place réunissant les acteurs économiques et financiers intéressés par l'ILT, enjeu crucial pour la croissance et la compétitivité de l'économie française.

Avec indépendance et hauteur de vue, Gérard de La Martinière, ancien président de la FFSA (Fédération française des sociétés d'assurances), a pu vérifier l'existence d'un intérêt de place sur cette thématique. Il a accepté d'entreprendre cette consultation et de coordonner les travaux issus de cette réflexion collective.

La préparation des « Assises du financement du long terme » s'est déroulée entre mars et octobre 2011 avec le concours des représentants des secteurs concernés par le long terme (banques, assurances, entreprises et représentants des fédérations et organisations professionnelles françaises<sup>1</sup>).

Afin d'établir un diagnostic d'ensemble de l'ILT, des groupes de travail ont été mis en place sur les trois thématiques qui suivent :

- les besoins d'ILT de l'économie française ;
- le recensement des obstacles prudentiels et comptables au développement de l'ILT dans le secteur financier ;
- la fiscalité de l'ILT.

Le 17 novembre 2011, les résultats de ces travaux ont été rendus publics. Ils forment un diagnostic clair.

Pour retrouver les voies d'une croissance ferme et durable, la France ainsi que l'Europe doivent impérativement engager un effort massif d'ILT.

Or ces besoins considérables qui conditionnent notre avenir risquent aujourd'hui de ne pas être satisfaits, faute d'un environnement économique porteur et d'un cadre adapté.

Et pour cause : les budgets publics, qui en temps normal assurent le financement des infrastructures, sont désormais et pour une période indéterminée sous très forte contrainte.

Par ailleurs, le contexte d'incertitude économique et de crise financière, conjugué avec l'effet des nouvelles régulations (Solvabilité II et Bâle III), ne peut qu'alimenter une aversion croissante à la prise de risques de la part des investisseurs.

Les derniers signaux économiques sont fort préoccupants en ce domaine : risque de pénurie de crédit, levée de fonds en net repli sur l'année 2011 dans le capital-investissement, nette décélération des investissements directs étrangers... Autant de facteurs qui peuvent entraver le financement de long terme et le retour à la croissance par l'investissement.

Face à ce constat, le rapport remis par Gérard de La Martinière, avec l'aide de 52 contributeurs de la place de Paris, interpelle. Il ne s'est pas contenté d'établir un diagnostic sur les besoins d'ILT de l'économie française et d'identifier les obstacles structurels générés par les nouveaux régimes applicables à l'épargne et aux activités financières. Il émet par ailleurs des propositions audacieuses pour reconstituer les capacités structurelles d'investissement long.

Concrètement, ces travaux ont mis en évidence un risque de décalage majeur entre les besoins d'investissement de moyen/long terme et la capacité probable d'un secteur financier placé sous contrainte accentuée de liquidité à fournir les capitaux nécessaires sur des horizons éloignés.

La résorption du décalage structurel entre offre et besoin de financement de long terme passe par :

- une concentration des dépenses publiques sur les investissements d'avenir les plus pertinents pour la compétitivité et la croissance ;
- une adaptation du cadre prudentiel et comptable aux spécificités de l'ILT afin de permettre le redéploiement de l'offre de capitaux prévus sur ces emplois. Les nouvelles réglementations devraient évoluer pour mieux s'adapter aux différents modèles économiques des institutions financières et tenir compte de la nature et de la durée de leurs passifs ;
- un cadre fiscal favorable à l'orientation de l'épargne des ménages vers des produits financiers de long terme, destinés notamment à couvrir le risque de longévité, dans le cadre d'un ardent impératif de stabilité.

On peut rappeler les points saillants de cette réflexion.

## **LES BESOINS D'INVESTISSEMENT DE LONG TERME DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE**

Le premier groupe de travail a mis en évidence l'importance des besoins

de financement ainsi que l'enjeu primordial que constitue la mobilisation de l'épargne nationale.

## D'évidents besoins de financement de long terme

S'il est un point qui ne fait pas débat, c'est bien celui des montants colossaux que le renouvellement et l'adaptation des infrastructures existantes vont générer.

En effet, ce secteur constitue l'un des piliers de la croissance à long terme. Or le contexte à venir de transition vers une économie plus durable intégrant les nouveaux besoins d'efficacité énergétique et de prévention des émissions polluantes et de gaz à effet de serre va faire émerger des enjeux considérables. Parmi les domaines concernés, il est possible de citer le développement de nouvelles infrastructures (éolien *offshore*, déploiement du très haut débit, Grand Paris), mais aussi le renouvellement et l'adaptation des infrastructures existantes (plates-formes aéroportuaires, réseaux de transmission et de distribution de l'énergie, bâtiment).

### Les besoins de financement

En France, les besoins sont considérables.

*En matière d'énergie* : dans ce domaine, les principaux enjeux sont de renouveler un parc nucléaire vieillissant et d'accorder une part plus importante aux énergies renouvelables ainsi qu'au gaz dans la lutte contre le réchauffement climatique. À l'horizon 2015, les investissements devraient s'élever à environ 11 Md€ par an, avec une prédominance du secteur électrique. Sur la période allant de 2016 à 2020, une augmentation des investissements en production électrique sera nécessaire ; le total des investissements devrait ainsi s'établir entre 16 Md€ et 17 Md€ par an dont plus de la moitié consacrée à la production électrique.

Après 2020, les incertitudes sont plus fortes tant en raison de la place accordée au nucléaire que du chiffrage des investissements dans les réseaux de transport et de distribution ; en tout état de cause, la place donnée à la filière nucléaire sera un enjeu clé. Les événements de Fukushima aboutissent à une réévaluation des besoins.

*En matière de transport* : d'après le schéma national des infrastructures de transport (SNIT), à l'horizon de vingt à trente ans, 166 Md€ environ devront être investis dans le développement des infrastructures de transport (hors Grand Paris), dont plus de 90 % dans des modes alternatifs à la route et à l'aérien. Il faut ajouter à ce montant 90 Md€ au titre des investissements de modernisation et de régénération.

*En matière de technologies de l'information et de la communication* : les réseaux

existants (cuivre) arrivent en fin de vie. Une politique nationale volontariste est mise en œuvre afin de déployer des réseaux de fibre optique : 20 Md€ à 30 Md€ seront nécessaires sur les deux prochaines décennies pour câbler tout le pays.

Le constat fait au niveau national se vérifie au niveau européen. À titre d'exemple, dans le domaine des infrastructures de transport de biens, de personnes et d'énergie, la Commission européenne évalue les besoins à plus de 1 600 Md€ d'ici à 2020.

## **L'offre de financement**

Concernant l'offre de financement en infrastructures, trois points méritent d'être signalés :

- les grands opérateurs, qui se financent principalement sur les marchés, assurent une part importante du financement des nouveaux projets dans certains secteurs (ainsi, au cours des trois dernières années, les douze principaux énergéticiens ont investi en Europe environ 45 Md€ par an en production et en infrastructures gaz et électricité). La capacité des opérateurs à lever des fonds sur les marchés s'avère néanmoins limitée au regard des besoins (crise de la dette, impact des nouvelles régulations prudentielles sur les banques et les assurances) ;

- les partenariats publics-privés (PPP) sont une solution adaptée à la réalisation de grands projets. Toutefois, la formule ne permet pas de couvrir les besoins des multiples projets de faible dimension qui représentent une partie importante du besoin global d'ILT (notamment dans le domaine énergétique) et qui ne sont que partiellement couverts par les prêts bancaires. Les montages sous forme de PPP devraient représenter entre 5 Md€ et 6 Md€ d'investissements en moyenne annuelle lors des dix prochaines années ;

- les dossiers attractifs en France comme en Europe sont rares : du fait d'une rentabilité projetée insuffisante, les investisseurs ont une préférence pour les projets de dimension internationale.

L'assèchement des financements publics hypothèque la transition vers une économie dé-carbonée. Il obère également la compétitivité du pays ainsi que ses perspectives de croissance économique à moyen terme, en contingentant des investissements essentiels dans les domaines de la formation et de l'éducation. Il fragilise enfin la cohésion de la société en compliquant le financement d'infrastructures sociales et d'équipements publics autour desquels la vie de nos concitoyens s'organisent.

## **L'enjeu crucial de la mobilisation de l'épargne nationale**

Force est de reconnaître que dans la compétition internationale pour les

flux de capitaux, l'Europe et donc la France ne sont plus désormais la zone géographique la mieux placée. L'investisseur non-résident préfère s'orienter vers les régions émergentes et porteuses d'une plus grande rentabilité.

À ce jour, l'enjeu pour notre pays est pourtant moins quantitatif que qualitatif : l'épargne y est abondante, mais insuffisamment orientée vers le long terme.

Dans ces conditions, l'allongement de la durée de la vie qui caractérise les sociétés occidentales constitue un levier à actionner pour le financement des besoins de long terme.

L'organisation des circuits de financement doit accompagner dans le temps le phénomène de longévité. Cela passe notamment par :

- la promotion des dispositifs d'épargne-retraite existants (PERCO – plans d'épargne-retraite collectifs –, PERP – plans d'épargne-retraite populaires –, PEE – plans d'épargne entreprise) en veillant à leur conserver des caractéristiques fortes notamment en termes de durée de blocage, voire l'introduction de nouveaux fonds de retraite par capitalisation complémentaires au système par répartition ;

- la promotion de nouveaux supports de placement adaptés en termes d'adossement actif/passif aux caractéristiques de cette épargne longue tels que des fonds investis en infrastructures. En effet, les infrastructures en tant que classe d'actifs présentent de nombreux avantages pour un investisseur de long terme : des revenus récurrents sur le long terme relativement prévisibles car contractualisés, des rendements partiellement protégés de l'inflation, peu sensibles aux fluctuations des marchés financiers, un couple rendement/risque placé entre celui des obligations et des actions ;

- la couverture du risque de dépendance est un enjeu clé des années à venir. Il faut veiller à ce que les dispositifs qui seront mis en place comportent une part de capitalisation – comme cela est également encouragé s'agissant de l'épargne-retraite – afin de limiter le niveau de prise en charge par la collectivité dans un contexte de situation des finances publiques dégradée.

Les incitations au développement de l'épargne longue sont structurellement favorables au financement de long terme de l'économie. Mais il faut également que les institutions financières qui gèrent une part très importante des placements des ménages puissent jouer leur rôle d'intermédiation et de transformation.

## **LES OBSTACLES PRUDENTIELS ET COMPTABLES À L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME**

Les réglementations prudentielles et comptables méconnaissent les spécificités de ces investisseurs de long terme. Les évolutions en cours s'avèrent de fait encore plus défavorables au financement de long terme de l'économie.

Pour tenter de remédier à ce problème, le deuxième groupe de travail a formulé quatre préconisations générales.

### **Prise en compte de la nature et de la durée des passifs**

Même si la norme IFRS 9 sur le traitement comptable des instruments financiers n'ignore pas le modèle économique pour classer les instruments financiers, elle ne tient pas compte *de facto* des spécificités du modèle économique de l'ILT – en particulier en ce qui concerne le traitement de la détention d'actions sur le long terme.

Ainsi, l'investisseur a-t-il le choix entre une comptabilisation en valeur de marché par résultat même si les titres ne sont pas vendus (qui induit une forte volatilité de celui-ci, dénué de sens économique dans une approche à long terme) ou une comptabilisation en valeur de marché par capitaux propres (qui empêche toute mesure de la performance effective de l'ILT puisque le compte de résultat n'enregistrera jamais les plus-values réalisées).

Aucun des deux modèles économiques retenus ne correspond vraiment aux particularités de l'ILT.

*Préconisation n° 1 : réaffirmer la nécessité, pour une institution financière, d'évaluer les risques des actifs en prenant en compte la nature et la durée des passifs.*

### **Reconnaissance de l'effet positif d'un passif de long terme**

Si les institutions financières ont tendance à privilégier un endettement de court terme, c'est parce que par rapport à un passif de marché de court terme, la détention d'un passif de marché de long terme engendre un surcoût financier. Ce faisant, les risques qui pèsent sur ces institutions augmentent.

Cela se vérifie par ailleurs au niveau macroéconomique : en effet, si toutes les institutions financières privilégiaient des financements à court terme, l'impact d'une crise de confiance en serait nettement renforcé.

*Préconisation n° 2 : concevoir un modèle d'évaluation des risques financiers qui reconnaisse l'effet positif d'un passif de long terme.*

### **La valorisation des passifs stables**

Dans la perspective d'un développement de l'ILT, il s'avère indispensable que les réglementations prudentielles et comptables reconnaissent la possibilité de mobiliser des passifs statistiquement stables sur le long terme (et résilients à

court terme face à des crises financières), en plus des passifs ayant des échéances contractuelles longues, pour le financement de l'ILT.

*Préconisation n° 3 : inclure dans la définition des passifs de long terme, indispensables à l'ILT, les passifs statistiquement stables sur le long terme.*

## L'épargne longue

L'augmentation de l'épargne à long terme est une source naturelle d'accroissement des passifs longs pour les institutions financières. Si l'épargne en France est aujourd'hui encore à peu près abondante, les supports d'épargne qui peuvent réellement être considérés comme de long terme apparaissent relativement peu développés.

Source naturelle d'épargne longue, l'épargne-retraite se prête à une approche moins contrainte par la recherche de liquidité.

*Préconisation n° 4 : favoriser la constitution d'une épargne à long terme en créant des instruments de placement adaptés.*

## LA FISCALITÉ DE L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME

Le troisième groupe de travail relatif à la fiscalité a fait le constat d'une instabilité législative fiscale et sociale chronique. De cet ensemble complexe ne se dégage malheureusement aucune cohérence d'ensemble. Il apparaît donc incompatible avec une épargne longue qui a besoin de stabilité et de visibilité.

Ainsi, certains produits courts, liquides et peu risqués bénéficient de régimes fiscaux plus avantageux que des placements en actions longs, par définition plus risqués qui pourtant permettent tant le financement de l'économie que des retraites.

À titre d'exemple, de 1966 à 2004, a existé un régime stable de taxation des dividendes, avec l'avoir fiscal. Or, depuis 2004, trois régimes différents ont été successivement adoptés en ce domaine. Par ailleurs, il suffira de rappeler qu'entre 1989 et 2011, le taux de taxation des plus-values a varié onze fois pour se convaincre du caractère néfaste d'une telle instabilité qui interdit toute visibilité.

Dans ce contexte d'instabilité normative permanente, quelques dispositifs ou régimes fiscaux s'efforcent de mobiliser une épargne dans la durée et de dégager ainsi un financement long et stable pour l'économie : PEA, PEE, PERCO, PME et assurance-vie.

Rejoignant les observations des deux premiers ateliers de travail, le groupe



« fiscalité » met en avant la nécessité de mettre en place une politique fiscale favorable à l'épargne longue, compte tenu de l'allongement de l'espérance de vie et du vieillissement de la population.

En effet, l'épargne des ménages apparaît seule en mesure de répondre au défi démographique. Aucune solution de finances publiques ne permettra de le relever dans sa totalité.

En outre, le groupe de travail propose certaines mesures spécifiques à destination des ménages et des entreprises.

En premier lieu, à l'égard des ménages modestes et des jeunes, il est préconisé, à titre pédagogique, de remettre en vigueur les dispositifs déjà expérimentés pour les familiariser avec les placements actions dans le cadre d'une enveloppe individuelle limitée. Il apparaît aussi souhaitable d'introduire dans notre droit fiscal une formule de *safe harbour* pour un certain volume d'épargne contractuelle de long terme, avec un engagement ferme de l'État de ne plus modifier le régime fiscal et social des fruits de cette épargne pendant la durée du contrat.

En second lieu, deux mesures importantes sont envisagées à destination des PME :

– maintenir et développer les dispositifs de réduction ISF/IR (impôt de solidarité sur la fortune, impôt sur le revenu, respectivement) pour les investissements des PME en élargissant le champ de l'intermédiation pour donner tout leur développement à ces mesures ;

– offrir un régime de transparence fiscale aux actionnaires des sociétés de création récente pour absorber, notamment dans le cercle de la famille, les pertes inévitables du démarrage d'une activité.

Enfin, pour les entreprises du secteur financier, il est suggéré d'admettre la déductibilité des provisions d'égalisation, telles qu'elles devraient être calibrées par la régulation prudentielle et comptable.

La concertation qui a présidé à la préparation des Assises nationales du financement du long terme et qui a abouti aux travaux dont nous venons de préciser les points clés mérite d'être saluée. Elle a permis l'éclosion d'une contribution collective utile à une vision d'ensemble de l'ILT appréhendé de manière globale.

Cette expérience nationale qui s'est appuyée sur l'expertise d'éminents contributeurs de la place de Paris constitue le point de départ d'une dynamique plus large. Elle a vocation à prendre une dimension européenne pour constituer la masse critique capable d'infléchir le contenu des régulations dommageables à l'investissement et la préoccupante tendance au court-termisme généralisé.

Je suis d'autant plus convaincu que nos propositions pour la mise en place d'un environnement plus propice à l'ILT ont un destin européen et que celles-ci

pourront faciliter l'effort massif d'investissement que requièrent dès aujourd'hui les infrastructures, l'industrie, l'innovation et le développement durable. Le Club des investisseurs de long terme mobilisera ses membres européens pour que ce processus de réflexion nationale soit utilement reproduit dans d'autres États membres de l'Union européenne.

À l'exemple de nos partenaires italiens de la CDP qui ont déjà annoncé vouloir mettre en œuvre cette consultation en Italie au printemps 2012, j'ai la conviction que notre méthode de réflexion et de proposition ainsi répliquée portera ses fruits et nous permettra de contribuer avec force aux travaux de la Commission européenne, que ce soit sur les nouveaux instruments financiers ou sur l'initiative relative aux *project bonds*.

C'est le sens de notre démarche d'ores et déjà formulée dans le « Manifeste pour l'investissement de long terme dans l'Union européenne » signé par de nombreuses personnalités (économistes, chefs d'entreprise, organismes professionnels et *think tanks*).

Cet appel alerte les autorités européennes pour qu'elles tiennent compte du « modèle économique » des acteurs du long terme qui ont la capacité de contribuer à financer les objectifs de la Stratégie Europe 2020.

Pour que les acteurs à horizon long soient en mesure de relever ce défi et puissent investir dans les secteurs clés de l'économie européenne qui conditionnent son avenir, il est urgent que l'Union européenne se dote d'un environnement favorable à l'ILT.

#### NOTE

1. Association française de la gestion financière (AFG), Association française des investisseurs institutionnels (AF2i), Association française des investisseurs en capital (AFIC), Association nationale des sociétés par actions (ANSA), Caisse des Dépôts (CDC), CNP Assurance, Fédération bancaire française (FBF), Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), GDF Suez, Groupement des entreprises mutuelles d'assurances (GEMA), Mouvement des entreprises de France (MEDEF), Veolia.