

QUELLES RÉGULATIONS DES INVESTISSEURS LONG TERME POUR FAVORISER LE FINANCEMENT DURABLE DE L'ÉCONOMIE ?

VINCENT JACOB*

Face à l'instabilité des marchés financiers et leur extrême volatilité, face à la logique de spéculation à court terme qui semble dominer les interventions des différents opérateurs sur les marchés financiers ou sur les marchés qui se sont financiarisés dans la période plus récente comme les matières premières agricoles, les investisseurs long terme sont présentés comme offrant un possible contrepoids. Par leur stratégie d'investissement, leur nature intrinsèque et leurs responsabilités spécifiques, ils peuvent en effet en théorie faire prévaloir un autre modèle d'investissement dont l'un des effets attendus serait stabilisateur et pourrait s'inscrire en rupture avec des mouvements mimétiques déséquilibrants.

Face aux enjeux de durabilité et aux carences observés dans le financement à long terme de l'économie contraint par la réduction des marges de manœuvre budgétaires ou le durcissement des possibilités de crédit, le pôle des investisseurs long terme peut-il offrir un substitut aussi efficace que précieux ? Les mécanismes court-termistes qui ont conduit à la crise financière actuelle autant que le contexte de panne de croissance qui en résulte rendent plus que jamais nécessaire l'exploration de cette possibilité.

LE PÉRIMÈTRE DES INVESTISSEURS LONG TERME

Les investisseurs long terme

Les investisseurs long terme regroupent traditionnellement les fonds de pension (30 000 Md\$ investis) et les fonds de réserve, les fonds souverains

* Associé-gérant, Crystal Consulting.

(4 000 Md\$ au début de 2011)¹ et les assureurs. Ils se caractérisent généralement par la nécessité de faire coïncider la durée des passifs à la durée des actifs et de garantir par leurs choix d'allocation d'actifs la liquidité nécessaire pour faire face aux décaissements ou aux retraits anticipés. Les fonds souverains semblent à cet égard moins contraints car ils s'inscrivent dans une logique d'accumulation de réserves ou de rentes avec une échéance non arrêtée. C'est en somme avant tout la durée de leurs ressources financières qui confère le titre d'investisseurs long terme et non la stratégie d'allocation d'actifs qu'ils suivent.

L'épargne longue

Le cadre de l'investissement long terme ne serait pas complet si l'on n'y ajoutait pas les différentes formes de l'épargne longue. Celles-ci englobent l'épargne salariale, l'épargne-retraite, l'épargne-logement, mais également l'épargne patrimoniale dont l'horizon est le long terme s'inscrivant le plus souvent dans une logique de transmission générationnelle. Les placements en immobilier et en assurance-vie sont parmi les débouchés privilégiés de cette épargne longue. Au-delà des clauses libératoires, les durées minimales des placements sont de cinq ans pour l'épargne salariale, huit ans pour l'assurance-vie (avec une durée moyenne de détention de quatorze ans), l'engagement moyen des épargnants dépassant ces seuils, s'agissant notamment des autres formes d'allocation de l'épargne longue comme l'immobilier physique dont la durée moyenne d'immobilisation est de quinze à trente ans. Pour ces épargnants, les gestionnaires d'actifs doivent proposer des structures de placement adaptées aux besoins de revenus sur une période estimée, répondant à leur niveau de tolérance aux risques.

Les autres financeurs long terme

À travers la transformation des dépôts à court terme en crédits à long terme, les banques restent un acteur majeur des financements à long terme, même si l'on est aujourd'hui confronté à un retrait programmé de certains financements à long terme (aéronautique, commerce maritime ou international...). Il y a un paradoxe dans la coexistence de cet horizon par essence long avec l'horizon à très court terme de leurs activités de marché. Les autres acteurs du financement à long terme à ne pas oublier sont tous les investisseurs institutionnels ou individuels en matière de capital-investissement qui s'inscrivent dans un horizon moyen d'investissement de huit à dix ans compte tenu de l'illiquidité relative du support.

LA RÉALITÉ DE LEURS PRATIQUES D'INVESTISSEMENT

Les investisseurs long terme

L'allocation d'actifs des investisseurs long terme apparaît en pratique de plus en plus dictée par des préoccupations de court terme, qu'il s'agisse des fonds de pension, des fonds de réserve ou des assurances. Ce court-termisme s'observe dans la ventilation des actifs qui privilégie les actifs liquides et les actifs les moins risqués, mais également dans la rotation des portefeuilles (25 % de rotation par an sur un fonds actions s'agissant des acteurs les moins versatiles) et la part du *trading* haute fréquence dans leurs opérations de marché située entre 40 % et 70 % des transactions journalières sur les marchés actions².

L'allocation de 12 400 Md€ sous gestion en Europe (dont 68 % pour le compte d'investisseurs institutionnels) se répartissait en 2009 pour 44 % sur des obligations, 32 % sur des actions, 14 % sur le monétaire et 10 % sur d'autres supports (EFAMA, 2011). L'allocation des mandats discrétionnaires pour l'essentiel par la clientèle institutionnelle portait la part des produits de taux à 62 %.

Les fonds souverains méritent sans doute d'être distingués par une pratique qui les a amenés à jouer dans la récente crise financière un rôle contracyclique en prenant des participations dans des établissements bancaires en difficulté³ et au niveau domestique en aidant des entreprises en difficulté (Rocchi et Ruiny, 2011). Ils devraient dans les cinq ans à venir par l'anticipation d'un retournement du marché soutenir les marchés actions et le secteur immobilier qui ont subi de sévères corrections. L'éventail plus étendu de la diversification des actifs qu'ils retiennent témoigne d'un poids relatif plus important donné aux actifs risqués liés au capital qu'aux fonds de pension classiques.

Plusieurs facteurs explicatifs

L'analyse à partir du comportement de plusieurs investisseurs long terme britanniques (Guyatt, 2006) a pu montrer une orientation court-termiste, un positionnement défensif et la dissociation des questions de long terme, de gouvernance et de responsabilité du cœur du processus d'investissement. Ce biais est encouragé par les modes de gestion focalisés sur le suivi d'indices de marchés et par les modèles d'évaluation s'appuyant sur des données financières tangibles. Il se trouve enfin renforcé par les critères d'évaluation des gestionnaires.

Ainsi que l'expliquent Artus et Virard (2008), placer le curseur de la norme de rentabilité de 14 à 20 points au-dessus du rendement des actifs sans risque se traduit par une course aux rendements très élevés sur un horizon de très court

terme même quand l'horizon des investisseurs est le long terme (assureurs, fonds de pension). Il s'ensuit un freinage des investissements à horizon long puisque la rentabilité exigée du capital conduit à une sous-valorisation des revenus obtenus à long terme au profit d'investissements délivrant rapidement des revenus élevés. Les gérants professionnels soumis à une concurrence sévère délaissent l'objectif de gestion optimale à terme d'un actif donné pour défendre leur part de marché ou leur mandat de gestion en pratiquant la comparaison permanente de leurs performances. La publication de résultats trimestriels et la valorisation de leurs actifs en *market-to-market* accentuent encore la pression et poussent ces investisseurs institutionnels à adopter des mouvements mimétiques consistant à acheter et à vendre les mêmes actifs que leurs concurrents de manière procyclique ainsi que l'on a pu l'observer lors de la crise de 2008. L'horizon court-termiste des investisseurs institutionnels conduit notamment à accentuer le processus de transmission de la crise financière initiale (Massa, 2011).

La mise en œuvre des règles prudentielles⁴ pousse les investisseurs long terme assurances et banques à se désengager des actifs les moins liquides et les plus risqués pour lesquels les contraintes en capital sont relativement plus lourdes. Ce mouvement est particulièrement sensible sur le *private equity*. Ainsi, Allianz s'est séparé d'AGF Private Equity, les mutuelles Macif et Matmut se sont désengagées d'OFI Private Equity, Barclays a cédé son activité de *private equity* et le Crédit agricole s'appête à faire de même. Axa a également annoncé le désengagement de ses investissements en *private equity* au sein d'Axa Private Equity, jusqu'ici le premier acteur français du marché. Le mouvement est également perceptible sur les marchés actions cotées où les assureurs sont en retrait s'agissant du placement de leurs provisions et de leurs réserves⁵. L'allocation d'actifs des principaux assureurs européens (Russell, 2011) se fait en moyenne pour 75 % en obligations, 4,5 % en actions, 3,8 % en immobilier, 5,1 % en liquidités. L'impact de la réglementation pour les assureurs devrait se traduire par un mouvement en faveur des dettes à court terme par rapport aux dettes à long terme et des émetteurs publics et privés les mieux notés (Fitch Ratings, 2011).

La logique d'investissement des investisseurs long terme privilégie donc de plus en plus les produits de taux au détriment des actions cotées et non cotées. Au sein des produits de taux, on trouve les obligations souveraines (dont la part a plutôt diminué dans la période récente passant de 75 % à 40 %) avec une concentration sur deux principaux émetteurs, l'Allemagne et les États-Unis, le solde étant principalement composé d'obligations sécurisées (émises notamment par des banques, avec en collatéral des immeubles ou des portefeuilles de crédits). Il est à craindre que les contraintes prudentielles conduisent parallèlement les assureurs à accentuer à des fins compensatrices leurs exigences de gestion et le rythme des transactions sur la poche d'actifs dits « de rendement » (*growth assets*) dont le poids relatif s'est réduit⁶.

Les épargnants longs

L'épargne longue individuelle suit dans une large mesure le même mouvement avec l'allocation de l'assurance-vie (1 367 Md€) qui privilégie à 80 % les produits de taux et au sein de ces derniers, les emprunts d'État qui représentent près de la moitié. Ainsi, en France, la ventilation de l'assurance-vie à la fin de 2009 se répartissait de la manière suivante pour les contrats en euros : 3 % en immobilier, 16 % en actions, 79 % en obligations⁷.

La gestion des fonds d'investissement en Europe qui totalise 6 190 Md€ en 2009 et qui est le principal réceptacle de l'épargne longue se répartit pour 33 % en actions et 53 % en produits de taux (EFAMA, 2011). Le faible contenu en actions du patrimoine des ménages français (20 % en incluant le non-coté familial, 10 % en l'excluant) est une réalité qui pèserait négativement sur son rendement⁸. Ainsi, sur une période de vingt ans (1979-2001), la richesse des ménages américains se serait accrue, en termes réels et en moyenne, à un taux supérieur de 2 % à celui des Français. Les ménages français se caractérisent par un surpoids des produits liquides (environ 32 %, contre 15 % aux États-Unis) avec notamment les livrets bancaires faiblement rémunérés⁹.

Deux éléments doivent cependant nuancer cette analyse. Le premier élément a trait au poids de l'immobilier qui est un investissement long et qui reste le principal réceptacle de l'allocation patrimoniale en France notamment (avec un poids de l'ordre des deux tiers). Ce niveau très élevé est atteint vraisemblablement au détriment des autres supports d'investissement long terme. Le second élément réside dans la ventilation d'actifs de la gestion privée qui accorde une place plus importante aux placements nouveaux et alternatifs que la gestion institutionnelle. Ainsi, l'allocation d'actifs pour sa part dite « socialement responsable » ou ISR (investissement socialement responsable) accorde un poids très significatif aux actions avec 46 %, les obligations représentant 13 %, soit autant que le *private equity*, la gestion alternative et les *hedge funds* 9 %, l'immobilier 5 %¹⁰. Pour mémoire, la part ISR qui totalisait 540 Md€ en 2007 devrait atteindre 1 031 Md€ en 2012 (Cap Gemini et Merrill Lynch, 2008), soit de l'ordre de 12 % de la gestion privée européenne.

Plusieurs facteurs explicatifs

L'aversion au risque des épargnants semble s'être renforcée depuis quelques années avec un phénomène de société marqué par une défiance à l'égard du risque décliné sous toutes ses formes, y compris les différentes formes de placement avec le couple risque/rendement qui les caractérise. Ce mouvement est couplé avec, dans des périodes d'incertitude, la méfiance à l'égard des actifs les moins liquides ou ne permettant pas de récupérer de manière immédiate avec certitude le montant investi. L'aversion au risque et la précaution pèsent donc dans

les choix d'allocation d'actifs des ménages. La volatilité des marchés actions depuis près de dix ans avec l'éclatement de bulles successives (Internet en 2000, immobilière en 2008, obligataire en 2011) n'a pas été pour rasséréner des épargnants spontanément plutôt sur la défensive.

Les évolutions réglementaires, qu'il s'agisse de Solvency II ou Bâle III, ont un effet négatif sur l'exposition en capital. Elles conduisent les assureurs-vie à réduire encore la poche actions et abaissent sensiblement leurs rendements moyens (Bonne, 2011). La stratégie des banques dans ce contexte est quant à elles d'inciter leurs clients à transférer leur épargne placée en assurance-vie et en fonds monétaires (dont la composition comprend des certificats de dépôt, des bons du Trésor et des obligations bancaires à moins de deux ans) vers des produits de court terme (livrets¹¹, PEL). Ainsi, les fonds monétaires ont perdu 100 Md€ en France entre la fin de 2009 et le début de 2011 (De La Porte du Theil, 2011).

La fiscalité de l'épargne en termes de prélèvements sociaux et fiscaux très favorables à l'épargne de court terme en France¹² va enfin dans le sens de l'inclinaison spontanée des épargnants (Aubier, Cherbonnier et Turquety, 2005) au détriment des placements en actions. Si l'enjeu des incitations fiscales et des niches sociales relatives aux revenus de l'épargne financière s'élève en France à 11,4 Md€¹³, l'IGF (Inspection générale des finances) observe que la juxtaposition des dispositifs ne permet pas d'identifier de réelle stratégie en matière d'épargne financière, les objectifs étant formulés en des termes très généraux ou souffrant d'actualisation¹⁴.

DES BESOINS DE FINANCEMENT LONG À COUVRIR

En termes d'enjeux de durabilité et de développement économique

Les besoins de financement à long terme à couvrir en capital et en dette restent très importants dans un contexte où les États se retrouvent relativement démunis pour financer de nouveaux plans de relance, même si des différences subsistent de part et d'autre de l'Atlantique¹⁵. En Europe, les multiplicateurs budgétaires agissent aujourd'hui plutôt négativement. Qu'il s'agisse du financement de l'adaptation de l'Europe à une économie décarbonnée, du développement des technologies vertes ou du financement des infrastructures et des grands équipements, les besoins sont immenses. Aglietta (2010) proposait d'ailleurs d'émettre 1 000 Md€ d'obligations européennes, achetées par les investisseurs long terme, dédiées à l'accompagnement de la transition écologique du continent et visant tous les secteurs d'activité.

L'initiative consistant à rassembler des investisseurs long terme autour du Club des investisseurs long terme (banques de développement et investisseurs publics) avec l'objectif d'échanger les meilleures pratiques, d'encourager la

recherche sur l'investissement long terme et de s'engager dans des initiatives conjointes exemplaires s'inscrit dans cette perspective¹⁶. Ces acteurs, du fait qu'ils n'ont pas de contraintes de passifs, disposent d'une plus grande stabilité et liberté d'action qui leur permettent de s'inscrire clairement dans une perspective de long terme¹⁷. De même, la création du Fonds stratégique d'investissement (FSI) témoigne de la volonté des Pouvoirs publics d'accompagner l'investissement long terme sur les quatre axes prioritaires de l'enseignement supérieur : la recherche et la formation, les filières industrielles et les PME, le développement durable et l'économie numérique¹⁸. Ce mouvement est suivi dans les autres pays tels que la Chine, les États-Unis, le Japon et la Corée du Sud qui ont mis de considérables programmes d'investissement dans les technologies vertes¹⁹.

Cet engagement public peut-il compenser pour autant un désengagement des assureurs et des banques en capital et en crédit ? Peut-il répondre à lui seul aux nouveaux défis de durabilité (changement climatique et transition écologique, raréfaction des ressources naturelles, vieillissement démographique...)?

En termes de soutien au développement des PME et des ETI

Le développement de l'emploi en Europe (qui compte 23 millions de PME, soit 98 % des entreprises et deux tiers des emplois) et en France en particulier repose sur le tissu des PME et l'émergence des ETI (entreprises de taille intermédiaire) dont il faut considérablement améliorer le mode de financement en capital et en dette. L'exemple des banques régionales allemandes témoigne d'un accompagnement volontariste des PME/PMI (prêts à dix ans reconductibles) qui a permis de garantir un positionnement incomparable en matière d'ETI. Si cela s'est fait au détriment de la rentabilité du système financier allemand moins bonne que celle du système financier français, le résultat sur le plan économique est sans équivoque. En France, la situation du crédit au PME s'est stabilisée avec une augmentation de 5,8 % entre mars 2010 et mars 2011²⁰, grâce à la reprise et au rôle positif joué par le médiateur du crédit, mais elle demeure fragile. 27 % des chefs d'entreprise déclaraient rencontrer des difficultés pour décrocher des crédits d'investissement ou d'exploitation, plus d'un quart déclaraient se restreindre dans les investissements et les demandes auprès des banques²¹. Si 75 % des PME estimaient avoir reçu l'intégralité des crédits demandés au cours du premier semestre 2010, soit un chiffre plus élevé que la moyenne européenne située à 63 %²², ce résultat restait préoccupant. Il est à craindre que la crise de l'été conduise à un nouveau durcissement lié en partie à la dégradation des fonds propres des banques et aux contraintes imposées par la mise en œuvre de Bâle III qui va conduire les banques à se montrer plutôt restrictive en matière de crédits aux entreprises notamment s'agissant des crédits à maturité longue, mais également avec un biais défavorable au risque PME (Dietsch et Tilloy, 2010).

Les montants mobilisés par les fonds de *private equity* en soutien en fonds

propres et quasi-fonds propres révèlent des disparités au plan européen et plus encore un retard important à combler par rapport à ce qui prévaut outre-Atlantique. Ainsi, la situation de la France se démarque-t-elle du Royaume-Uni ou des États-Unis. De fait, les investissements en phase de développement approchent 0,25 % du PIB au Royaume-Uni, 0,15 % du PIB aux États-Unis, alors qu'ils avoisinent 0,08 % en France²³. L'écart est encore plus grand en matière de fonds centrés sur les technologies propres où le potentiel attaché au marché français tant par les investisseurs que par les entreprises du secteur se trouve largement distancé par l'Allemagne et le Royaume-Uni²⁴. L'Europe dans ce domaine critique pour l'emploi et la croissance était dépassée par la Chine au troisième trimestre 2010 avec un total d'investissement de 8,4 Md\$, contre 13,5 Md\$²⁵. On notera cependant en France l'incitation des Pouvoirs publics auprès des assureurs à s'engager à hauteur de 3 % de leurs placements dans le financement du non-coté avec des résultats inégaux, le dispositif France investissement matérialisant un engagement conjoint de la CDC (Caisse des Dépôts) et d'investisseurs privés dans le financement *via* des fonds de fonds de capital-risque et de capital-développement à hauteur de 3 Md€. Plus récemment, la mise en place d'un fonds financé par les assureurs (à hauteur de 160 M€) et la CDC (40 M€) à destination des PME et des ETI cotées a été annoncée²⁶. L'analyse de l'IGF sur les incitations fiscales en faveur de l'investissement dans les PME évalue les dépenses à 1,1 Md€, soit un quadruplement depuis 2006. L'architecture, perçue favorablement en termes de levées de fonds et de positionnement de la France juste après le Royaume-Uni, est cependant jugée comme manquant d'efficacité et de lisibilité²⁷.

Les difficultés rencontrées néanmoins par les PME en termes de financement ont conduit récemment en France au développement d'un marché de la dette des PME qui s'inscrit dans une logique de désintermédiation bancaire. Il est encore trop tôt pour évaluer le succès de cette initiative même si l'expérience américaine est plutôt encourageante. Il reste des besoins en fonds propres et en quasi-fonds propres auxquels le marché du *private equity* est supposé répondre dès lors qu'il ne s'est pas tari en termes d'investisseurs. Ce marché du *private equity* mettant en avant tant du côté des investisseurs que du côté des entreprises la capacité d'inscrire une stratégie dans le long terme sans être soumis à la dictature des comptes trimestriels et du cours de Bourse²⁸. Il s'ensuit que si les marchés ont une importance dans le financement des PME et des ETI cotées (leur ayant apporté 4,3 Md€ en 2009 et 2010 en France), le capital-risque et le capital-développement demeurent essentiels (5,3 Md€ levés sur la même période en France)²⁹. Les crédits aux entreprises étaient, par comparaison, de 776 Md€ en 2010 dont 188 Md€ mobilisés par les TPE/PME³⁰.

L'enjeu est bien celui de l'utilisation productive du capital pour financer une croissance durable qui passe notamment par les technologies vertes et les technologies clés, la souscription d'actifs d'entreprises, le développement des infrastructures publiques utiles, l'appui à l'éducation et à la recherche.

QUELS MOYENS MOBILISER ?

Responsabilisation des acteurs privés

À bien des égards ainsi que le fait observer Boyer (2011), la solution n'est pas tant de nationaliser ou de développer les banques coopératives que d'introduire de nouveaux acteurs dans la gouvernance des banques et de les soumettre en permanence à l'évaluation publique. Une évaluation qualitative de l'impact économique, social et environnemental dans leurs différentes activités en plus du contrôle prudentiel quantitatif auquel elles sont soumises (Jacob et Hudson, 2011) serait souhaitable. En effet, ce contrôle qualitatif est crucial aussi bien sur l'activité de banque de dépôt que sur l'activité de banque d'investissement si l'on veut favoriser les financements à long terme des acteurs économiques. Des exigences modulées ou progressives de réserves obligatoires peuvent dans ce sens s'avérer utilement incitatives pour encourager ou dissuader telle ou telle activité en fonction de son utilité sociale avérée.

Sans doute faut-il aller plus loin pour rendre le système des fonds de pension plus utile et efficace dans le financement de l'économie réelle, en contrepartie des avantages fiscaux consentis. La responsabilité fiduciaire reconnue des *trustees* à intégrer les questions ESG (environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise)³¹ ou l'analyse comparative des pratiques des fonds de pension en matière d'investissement responsable (NEST, 2011) ne suffisent pas. En effet, la Banque d'Angleterre, dans une étude au premier trimestre 2011, observe que les décisions des managers de fonds de pension sont de plus en plus guidées par des considérations de court terme. Des biais d'allocation d'actifs s'opèrent au profit des larges capitalisations et des entreprises établies historiquement. Cela conduit à une sous-allocation dans un certain nombre de secteurs stratégiques pourtant importants pour la qualité de vie des futurs retraités (énergies propres, éco-efficacité, production alimentaire soutenable, antibiotiques génériques, qualité de l'éducation, soins des personnes âgées). L'une des options consisterait à moduler les avantages fiscaux consentis aux fonds de pension en fonction de l'allocation sectorielle (santé, éducation, technologies propres, infrastructures avec un *payback* long) des investissements³². La durée des mandats de gestion attribués devrait s'adapter à cette perspective longue.

Au regard de ces priorités d'avenir et compte tenu des capacités financières insuffisantes des acteurs publics, on n'échappera pas à une responsabilisation plus directe des différents acteurs sur des sujets de durabilité qui les concernent et qui leur incombent de mieux prendre en compte dans leur politique d'investissement. Ainsi, l'enjeu de l'alimentation et de la sécurité alimentaire devra mobiliser les banques de financement de l'agriculture, les banques de développement et les acteurs de la filière agro-industrielle pour adresser directement le problème dans leur politique d'investissement ou d'allocation de leurs fonds de pension.

La question de la santé individuelle et collective devra être délibérément intégrée dans la politique d'investissement des assureurs-santé. Le changement climatique devra mobiliser les assureurs à travers leurs politiques d'investissement. C'est l'enjeu de l'un des principes de la *Climate Wise Initiative* signée par les principaux assureurs européens en 2008 à l'initiative de l'ABI (Association of British Insurers), qu'il importe de mettre en œuvre. Cet engagement qui vise à responsabiliser les acteurs directement concernés par la santé et le climat ou l'alimentation vise en outre à améliorer l'actif de ces entreprises par une mobilisation orientée de leur passif, cela sans pour autant enfreindre les exigences d'équilibre actif/passif qui sont les leurs. Ce lien dynamique entre l'actif et le passif des assureurs en matière de gestion des risques mérite plus que jamais d'être approfondi dans sa connaissance et mieux valorisé dans l'ALM (*asset liability management*).

L'ISR qui consiste à intégrer des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance à l'analyse financière classique devrait par essence s'inscrire dans une perspective plus longue. Tant il est vrai que la valorisation des performances ESG d'une entreprise ne peut s'apprécier que sur la durée, que l'engagement actionnarial et le dialogue avec les entreprises mises en avant par ce mode d'investissement ne peut porter réellement ses fruits que dans le temps. L'ISR serait donc favorable à l'investissement long terme et mériterait de ce point de vue d'être encouragé autant que possible, voire discriminé positivement par rapport aux autres formes d'investissement ne présentant pas les mêmes garanties d'horizon. L'argument sera d'autant plus recevable que les acteurs de l'ISR pourront donner des gages quant à l'impact de la stratégie d'investissement qui les différencie. Longtemps, l'ISR s'est distingué par des processus d'investissement (le recours à des agences de notation extra-financière, une articulation entre une sélection extra-financière et une sélection financière, une transparence des fonds...), mais il semble nécessaire d'aller désormais plus loin dans la qualification de l'impact économique, social et environnemental de cette approche. Il s'agit, à côté du rendement financier, de rendre plus tangible le bénéfice « sociétal » attaché à l'investissement et d'avoir des modes de rémunération de la gestion cohérents avec ces objectifs et l'horizon dans lequel ils s'inscrivent. De la même manière que les acteurs de l'ISR ont progressivement défini des principes défendus dans l'exercice des droits de vote, il serait souhaitable qu'ils définissent des principes relatifs à leur durée de détention des actifs et à leur pratique de gestion comme le renoncement aux ventes à découvert ou aux opérations de prêts de titres. Dans un contexte où la détention moyenne d'une action est de sept mois, l'ISR a tout intérêt à se différencier clairement, ce qui n'exclut pas la cession d'un titre de manière rapide, mais alors plus pour sanctionner un comportement ESG que pour faire tourner les portefeuilles. Cet effort de plus de la communauté des investisseurs ISR peut conforter leur rôle d'alliés identifié par les Pouvoirs publics dans la défense de l'investissement long terme, mais également de partenaires des entreprises soucieuses d'une connaissance et d'une stabilité d'une frange de leur actionnariat.

Le poids relatif de l'ISR encore marginal en Europe avec 1 200 Md€, soit de l'ordre de 10 % de la gestion d'actifs globale³³, aurait tout à y gagner.

Des pistes de régulation

La première piste pour encourager l'investissement long terme et durable consiste à reconsidérer la norme de rentabilité en vigueur. La course aux rendements et la concurrence entre gestionnaires sont à l'origine d'une orientation court-termiste des investissements. Pourtant, beaucoup de fonds de pension se satisferaient d'un rendement annuel de 6 % à 7 %³⁴. Que dire de la majeure partie des épargnants dont les placements en livrets ou en bons du Trésor témoignent d'une attente de rendement très raisonnable ? Le mandat de gestion confié par les investisseurs institutionnels devrait donc clairement assumer des objectifs de rendement satisfaisant, mais réaliste, permettant d'alimenter les investissements long terme. Il y a sans aucun doute une offre de placement de long terme répondant à ces exigences de rendement et d'horizon d'investissement autant que d'actifs financés à faire émerger pour capter cette aptitude de l'épargne longue. À cet égard, le livret de développement durable pourrait voir son contenu aménagé et son horizon de placement allongé à cinq ans en incorporant des dettes à moyen terme émises par des PME et une allocation en quasi-capital (*mezzanine*) avec une garantie apportée par Oséo. Les entreprises éligibles seraient engagées en matière de développement durable par leurs activités innovantes en matière environnementale ou sociale ou par leur mode de gestion socialement responsable. De même, pour compenser pour partie les déséquilibres d'allocation de l'épargne, une offre de produits diversifiés permettrait une meilleure alimentation de chaque classe d'actifs en capitaux³⁵. Des fonds diversifiés comprenant une allocation en *private equity* pourraient ainsi enrichir l'offre de produits d'épargne-retraite ou d'assurance-vie en unités de compte. Cette orientation aurait le mérite de valoriser une gestion active, mais aussi, dans un souci d'impact, de mieux appréhender les enjeux de durabilité au niveau des filières concernées, qu'il s'agisse, par exemple, des filières immobilière ou agricole. Elle devrait s'accompagner chez les investisseurs institutionnels, mais aussi chez les autorités de marché, d'une grille d'allocation moins rigide entre catégories d'actifs qui sera peut-être facilitée par l'adaptation aux nouvelles normes prudentielles.

La seconde piste consiste à assumer la perspective longue dans le taux d'actualisation utilisé pour évaluer les opportunités d'investissements. En effet, plus ce taux est élevé, plus les résultats futurs sont minorés. Ainsi, le taux d'actualisation de 3,45 % est-il présenté comme plus à même en France de concilier ces objectifs de long terme et de durabilité³⁶. On peut espérer que cet effet négatif des taux d'actualisation soit cependant pour partie compensé par une meilleure prise en compte dès aujourd'hui du coût des ressources rares.

La troisième piste réside dans l'utilisation des leviers fiscaux pour favoriser les

financements durables à long terme. Cela conduit à moduler les exonérations fiscales en fonction de l'horizon des investissements, mais peut-être également en fonction du caractère durable ou stratégique des secteurs financés ou encore de l'orientation ISR assumée avec des engagements concrets pris par les investisseurs et les gestionnaires. Ainsi, les avantages fiscaux consentis à l'épargne-retraite, à l'épargne salariale ou à l'assurance-vie pourraient se trouver modulés en fonction de ces considérations. Dans le même ordre d'idée, pour rendre plus coûteux les mouvements d'aller-retour sur les titres, on pourrait imaginer des coûts de *brokerage* inversement proportionnels à la durée de détention des actifs. Il s'agirait là d'une approche plus discriminante que la simple taxation des transactions financières en cours de discussion au plan européen³⁷. La disparition programmée des fonds ISF n'invite-t-elle pas plutôt à imaginer un nouveau dispositif d'exonération fiscale ? à viser de manière incitative une allocation d'actifs favorable au financement à long terme et durable en ligne avec les allocations cibles de la gestion privée ? Ainsi, autour d'une allocation cible pourrait-on imaginer un système de malus pour les allocations par trop conservatrices en termes de financement de l'économie réelle et un système de bonus s'agissant de celles qui s'engagent plus avant.

La quatrième piste consiste à conserver des marges de manœuvre pour préserver le financement des PME dans la mise en œuvre des normes prudentielles applicables aux banques et aux assurances. Il faut exploiter les possibilités d'aménagement qui demeurent dans les négociations, quitte à rouvrir des discussions sur ces questions critiques pour le financement de l'économie réelle. Il est notable d'observer que les Allemands ont fait valoir une dérogation aux exigences de Bâle III et Solvency II s'agissant des investissements dans les PME³⁸. Cette dérogation mériterait sans doute d'être étendue à l'ensemble des pays européens pour éviter, notamment en France, le désengagement des banques et des assurances du *private equity*. Dans le même esprit, il faut, ainsi que le suggère la Charte de l'investissement responsable des acteurs de la place de Paris³⁹, approfondir la réflexion sur l'adaptation des normes comptables pour limiter autant que possible l'impact sur l'économie réelle des comptabilisations généralisées en valeurs de marché là où leur pertinence est contestable.

La responsabilité des acteurs publics résidant dans la bonne articulation du court terme avec le long terme, cette question du financement à long terme de l'économie devrait figurer plus que jamais à l'agenda du G20. Cela d'autant plus que les moyens de mobiliser les investisseurs long terme à la relance durable de l'économie sont déterminants pour les États dépourvus de marges de manœuvre budgétaires. La piste consistant à matérialiser les termes d'un pacte d'objectifs entre les investisseurs long terme, les banques responsables et les Pouvoirs publics autour d'orientations précises dans la durée qui conditionnent les avantages fiscaux, le calibrage des taxes ou la modulation des contraintes

prudentielles reste à explorer en faisant prévaloir une démarche coordonnée et réciproque au plan international. Les États n'ont d'autres moyens au-delà de l'exemplarité de leur politique d'investissement que d'user de leurs pouvoirs de contrainte et d'incitation pour soutenir l'investissement long terme et durable. La question en définitive est moins en Europe de développer de nouveaux instruments d'épargne longue, comme des fonds de pension à la française⁴⁰, que de favoriser l'orientation effective de l'épargne disponible⁴¹ vers les besoins longs des ménages et des entreprises et ceux qui conditionnent une croissance durable. Les règles de gouvernance qui présideront à cette réorientation de l'épargne seront à cet égard déterminantes.

NOTES

1. 12 000 Md\$ d'ici à 2015 selon Morgan Stanley, soit l'équivalent de la capitalisation du S&P 500.
2. Tabb Group avec un pic en août 2011 et une moyenne située à 40 % sur le marché des actions européennes, contre 70 % sur le marché des actions américaines.
3. Citigroup, Merrill Lynch, UBS.
4. Solvency II pour les assureurs et Bâle III pour les banques.
5. Selon Mercer (2010) : « En dix ans, l'allocation en actions cotées des grands assureurs européens est passée de 20 % à 3 %, elle pourrait même tendre vers 0 % pour certains. »
6. Sorca Kelly-Scholte – Russell London.
7. Pour les contrats en unités de compte, l'allocation est de 82 % en actions, 16 % en obligations, 2 % en actifs monétaires et immobiliers.
8. Étude comparative avec les États-Unis de la Direction de la prévision en 2003.
9. Estimations AFG (Association française de la gestion financière) à partir des données 2008 des comptes nationaux.
10. *Eurosif High Net Worth Individuals Survey 2008*.
11. Le stock livret A + LDD (livret de développement durable) était de 264 Md€ à la fin de 2010.
12. Rapport Perrier sur le développement de l'épargne longue, juin 2010.
13. 2,5 Md€ pour l'épargne en actions, 1,2 Md€ pour l'assurance-vie, 4,85 Md€ pour l'épargne salariale, 1,9 Md€ pour l'épargne-retraite, 1,1 Md€ pour l'épargne sur livret, 0,5 Md€ à 0,6 Md€ pour l'épargne-logement.
14. Rapport Guillaume, IGF, juin 2011.
15. Nouveau plan de relance du président Obama de 447 Md\$.
16. *2020 European Fund for Energy* qui doit lever 1,5 Md€ à la fin de 2011, *The InfraMed Infrastructure Fund* qui doit lever 1 Md€ à la fin de 2012.
17. Augustin de Romanet, Forum OCDE, 2009.
18. 5 Md€ de financements publics annuels sur la période allant de 2013 à 2020 avec un objectif de 20 Md€ avec le jeu du levier des cofinancements privés.
19. *The Economist*, 7 août 2010.
20. Banque de France, mai 2011.
21. Baromètre KPMG-CGPME, 2011.
22. FBF (Fédération française des banques), décembre 2010.

23. Eurostat, moyenne 2002-2009.
24. Norton Rose Group Report, juillet 2010.
25. EVCA Report, décembre 2010.
26. *Les Échos*, 16 juin 2011.
27. Rapport Guillaume, *op. cit.*
28. KKR (Kohlberg Kravis Roberts) à l'IEP le 3 mars 2011, Blackstone avec la French American Foundation le 19 mai 2011.
29. Rapport sur le financement des PME, juin 2011.
30. FBF, 2010.
31. Rapport récent de *Fair Pensions*.
32. *Network for Sustainable Financial Markets*, blog de Nick Silver, 4 juillet 2011.
33. Core SRI EU-14 – Eurosif European SRI Study 2010, en France, avec 68 Md€ d'encours ISR selon Novethic, le pourcentage est plutôt de l'ordre de 2,5 %.
34. Point évoqué lors de la conférence de l'OCDE en juin 2009 qui rejoint la pratique des fonds de pension ERISA dans les différents États américains gérés selon le mode « *prudent man rule* ».
35. Yves Perrier, table ronde « The European Fund Industry Paradigm : Combining Long Term Investment Horizons and Risks Profiles », Rencontre Paris-Europlace, 6 juillet 2001.
36. Christian Gollier, table ronde « Investissement socialement responsable et long terme », Conférence annuelle de la chaire Finance durable et Investissement responsable, Paris, 11 octobre 2011.
37. Possible pour les titres en nominatif comptabilisés chez les déposataires en système FIFO (*first in, first out*).
38. Augustin de Romanet, Rencontres de Paris Europlace, 5-6 juillet 2011.
39. Document en date du 2 juillet 2009.
40. Rapport La Martinière et Leclair, 2008.
41. Le taux d'épargne dans la zone euro est de 15,1 %, contre 4,2 % aux États-Unis – Eurostat, Banque de France, OCDE.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (2010), « La finance sera moins profitable », entretien, *Alternatives économiques*, n° 295, octobre.
- ARTUS P. et VIRARD M.-P. (2008), *La globalisation, le pire est à venir*, La Découverte.
- AUBIER M., CHERBONNIER F. et TURQUETY D. (2005), « Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne des ménages », *Diagnostics, prévisions et analyses économiques*, n° 92, décembre.
- BONNE R. (2011), « L'assurance-vie a la peau dure », *Revue banque*, n° 738, juillet-août.
- BOYER R. (2011), « Civiliser le capitalisme pour maîtriser la mondialisation », *Alternatives économiques*, hors-série, avril.
- CAP GEMINI et MERRILL LYNCH (2008), *World Wealth Report 2008*.
- DE LA PORTE DU THEIL P.-H. (2011), « Les sociétés d'asset management dans la tourmente », *Revue banque*, n° 738, juillet-août.
- DIETSCH M. et TILLOY L. (2010), « Bâle III vers une dégradation de l'accès au crédit pour les PME », *Revue banque*, septembre.
- EFAMA (European Fund and Asset Management Association) (2011), *Asset Management in Europe*, 4th Annual Review, mai.

- FITCH RATINGS (2011), *Solvency II Set to Reshape Asset Allocation and Capital Markets*, juin.
- GUYATT D. J. (2006), *Identifying and Overcoming Behavioural Impediments to Long Term Responsible Investments – a Focus on UK Institutional Investors*, PhD Thesis, University of Bath (Royaume-Uni).
- JACOB V. et HUDSON K. (2011), « Régulation financière – Approche comparative Europe/États-Unis », *Revue banque*, mars.
- MASSA M. (2011), « The Role of International Institutional Investors and Banks in the Transmission of Financial Crisis », Insead.
- MERCER (2010), *2010 European Asset Allocation Survey*.
- NEST (National Employment Savings Trust) (2011), *The Statement of Investment Principles*, mars.
- ROCCHI J.-M. et RUINY M. (2011), « Fonds souverains : des investisseurs comme les autres », *Revue banque*, n° 739, septembre.
- RUSSELL (2011), *Analysis from 24 European Insurers*.

