



# Assises nationales du **financement** du **long terme**

17 novembre 2011

Rapport ■

Remis par M. Gérard de La Martinère,  
Inspecteur général des Finances





## Introduction générale

Pour retrouver les voies d'une croissance ferme et durable, l'Europe doit impérativement engager un effort massif d'investissement, aussi bien quantitatif que qualitatif.

Les besoins s'avèrent particulièrement importants en matière d'infrastructures, de financement des entreprises et des collectivités locales, de recherche et d'innovation ou de développement durable. Ces besoins risquent aujourd'hui de ne pas être satisfaits.

En effet, les budgets publics qui avaient fortement contribué dans le passé au financement des infrastructures notamment, sont désormais sous très forte contrainte et vont le demeurer pendant plusieurs années. Le contexte d'incertitude économique et de crise financière, conjugué avec l'effet des nouvelles régulations, déterminent une aversion croissante à la prise de risque. Les dernières observations sont préoccupantes: 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, etc. Autant de facteurs qui peuvent compromettre le financement de l'économie et le retour à la croissance par l'investissement.

C'est pour relever ce défi que la Caisse des Dépôts a pris l'initiative de lancer une grande réflexion nationale réunissant tous les acteurs économiques français concernés par le long terme : banques, assurances, entreprises, fédérations professionnelles, etc. à l'occasion des Assises Nationales du Financement de Long terme, qui se tiendront le 17 novembre prochain à Paris.

Sous la conduite de M. Gérard de la Martinière, ancien Président de la FFSA, nous avons établi un diagnostic sur les besoins d'investissement de long terme de l'économie française, identifié les obstacles structurels générés par les nouveaux régimes applicables à l'épargne et aux activités financières et émis des propositions pour reconstituer les capacités d'investissement longs.

Nos travaux mettent en évidence un risque de décalage majeur entre les besoins d'investissements 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 à notre avis 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'investissement de long terme 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.

Nous souhaitons que cette réflexion collective du marché français constitue le point de départ d'une dynamique qui 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.





## **Conclusions du groupe de travail n°1 :** les besoins d'investissement de long terme de l'économie française

*Rapporteur : Didier Janci*

Le potentiel de croissance en Europe et notamment en France souffre d'un manque d'investissement de long terme. Les besoins non satisfaits s'avèrent particulièrement importants en matière de financement des entreprises innovantes, des infrastructures, de certaines fonctions collectives et de la transition vers une économie plus respectueuse de l'homme et de la nature.

Dans un contexte de finances publiques structurellement dégradées, la résorption du décalage entre besoins et offre de financement appelle à l'organisation du choix des projets et de l'allocation des ressources publiques qui pourraient s'opérer selon les critères suivants :

- identification et sélection des investissements d'avenir porteurs de compétitivité et de croissance à moyen terme les plus pertinents sur la base d'analyse coûts – bénéfiques permettant en particulier de valoriser les externalités de ces investissements ;
- concentration des dépenses publiques en France mais aussi au niveau européen sur les investissements d'avenir prioritaires ;
- mise en œuvre de schémas publics – privé garantissant une juste répartition des rendements et des risques entre acteurs publics et privés.

Il apparaît aussi crucial que l'épargne intérieure soit mobilisée via l'adaptation de la réglementation et de la fiscalité. Une voie à explorer, en sus de la montée en puissance des dispositifs existants, consisterait à mettre en place de nouveaux véhicules de financement permettant de canaliser l'épargne des ménages, en particulier celle destinée à la retraite, vers ces investissements d'avenir. Cette nouvelle offre financière devrait veiller au nécessaire adossement actif – passif. De ce point de vue, la classe d'actif infrastructures présente des caractéristiques prometteuses.

Les institutions financières qui gèrent une part importante des placements des ménages doivent pouvoir jouer leur rôle d'intermédiation et de transformation en faveur du financement de l'économie réelle. Or, aujourd'hui, et plus encore pour l'avenir du fait des futures réglementations prudentielles, les acteurs financiers (banques, assurances, investisseurs institutionnels) et le marché des capitaux n'assurent pas suffisamment le financement par fonds propres et dettes de ces investissements longs/et ou risqués.

Dans ce contexte, les investisseurs de long terme ont un rôle décisif à jouer en assumant trois fonctions complémentaires :

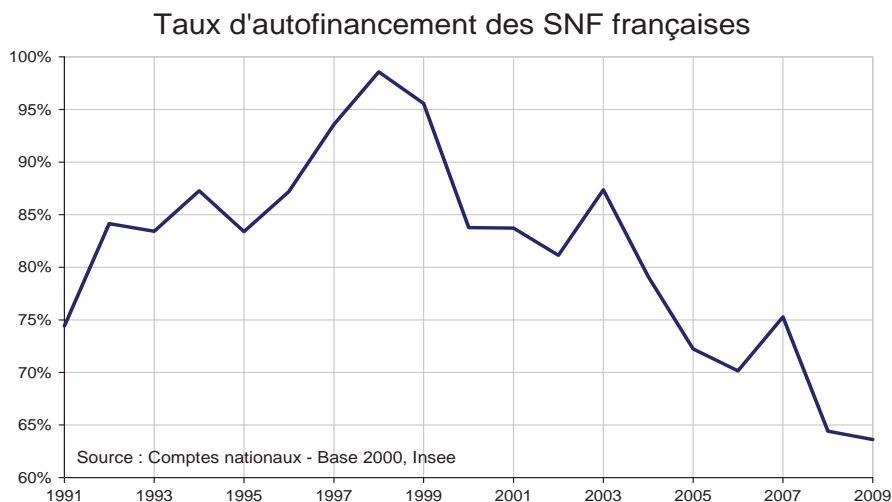
- le financement de ces investissements longs et risqués ;
- la surveillance des entreprises dans lesquelles ils investissent ;
- et un rôle de stabilisation des marchés.

Ils contribuent en cela à la diversité de la sphère financière, à sa plus grande efficacité et robustesse par une meilleure répartition des risques. Mais, pour pouvoir remplir correctement leur rôle, les investisseurs de long terme ont besoin d'un cadre réglementaire adapté ne pénalisant pas les investissements longs et risqués. La reconnaissance de leur modèle économique, notamment au plan comptable, s'avère indispensable (Cf. préconisations clefs "Secteur financier").

## I. DES BESOINS DE FINANCEMENT DE LONG TERME ECONOMIQUEMENT ET SOCIETALEMENT JUSTIFIES

### 1. Financement des entreprises : la faiblesse de l'investissement des entreprises, en particulier des PME, fragilise la compétitivité de l'offre française à moyen terme

Le taux d'autofinancement des entreprises a très fortement baissé depuis 10 ans (Cf. graphique ci-dessous) alors que dans le même temps la part des résultats distribués a fortement augmenté.



Cette situation n'est pas en soi dommageable si les entreprises peuvent compenser le manque de fonds mis en réserve par des financements externes par endettement ou apport de fonds propres. Sur ce plan, le constat d'un niveau de fonds propres des entreprises françaises jugé à ce jour globalement satisfaisant au niveau agrégé (Cf. Rapport de l'observatoire du financement des PME 2010) doit être nuancé. D'une part, le niveau d'investissement actuel des entreprises françaises est très faible (Cf. infra) et, d'autre part, ce constat au niveau agrégé peut masquer de fortes disparités. En particulier, les entreprises, notamment les jeunes entreprises innovantes, les PME ou ETI en croissance rapide ou en phase de transmission, jugées plus risquées, n'ont pas toujours accès à ces financements dans des conditions satisfaisantes. Ces entreprises peuvent se voir contraintes en termes de financement, notamment bancaire.

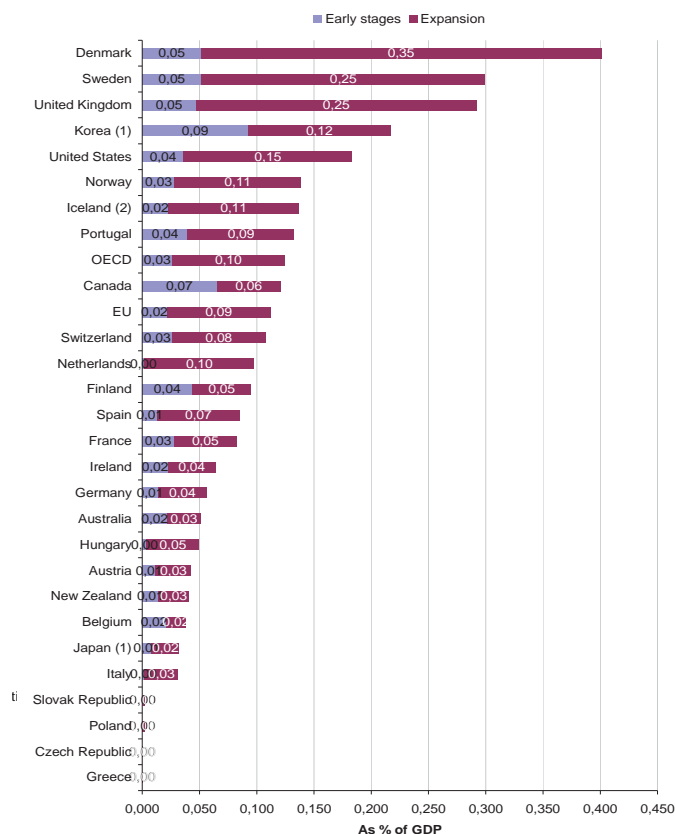
Par ailleurs, si le constat précédent est universel, le développement encore insuffisant en France<sup>1</sup> du capital investissement et notamment du capital risque et du capital développement est un facteur spécifique pénalisant ces mêmes entreprises :

- En 2007, le ratio capital risque sur PIB s'établissait en France à 0,028 % (0,021 % pour la moyenne des pays de l'OCDE), niveau significativement inférieur aux niveaux atteints au Royaume Uni (0,047 % du PIB), aux Etats-Unis (0,036 % du PIB) ou dans les pays nordiques qui sont des marchés plus matures que le marché français et dont les ratios peuvent constituer une cible raisonnable pour le marché français.
- Le ratio capital développement sur PIB s'établissait à 0,055 % (0,098 % pour la moyenne des pays de l'OCDE), niveau très inférieur aux niveaux atteints au Royaume Uni (0,245 % du PIB), aux Etats-Unis (0,147 % du PIB) ou dans les pays nordiques.

---

<sup>1</sup> Le marché français du capital investissement s'est considérablement développé depuis 2000 pour devenir le deuxième marché européen en 2008, derrière le Royaume-Uni, avec une croissance annuelle comprise entre 10 et 20% sur cette décennie (Cf. Rapport de l'observatoire du financement des PME 2010).

Venture Capital investment as a % of GDP in 2007



Source : OCDE - OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2009

Selon l'AFIC, les flux de capitaux investissements reçus par les entreprises françaises ont quasiment retrouvé leur niveau d'avant crise au premier semestre 2011. En revanche, les levées de fonds privés destinés ont fortement reculé depuis 2008 (Cf. tableau ci-dessous) et ne reprennent pas (ils ont de nouveau baissé de 6% au premier semestre 2011) dans un contexte marqué par le désengagement des investisseurs institutionnels pénalisés par les modifications des cadres réglementaires (Bale III et Solvency II). Ces évolutions conduisent à anticiper une pénurie de ressources à un terme relativement rapproché essentiellement pour la partie amont du capital investissement qui finance justement les entreprises de petite taille, en création et les entreprises innovantes : en effet, les statistiques de l'AFIC révèlent ainsi que le capital investissement français investit aujourd'hui et depuis 6 semestres plus de fonds qu'il n'en lève.

Evolution de l'activité du capital investissement (en millions d'euros)

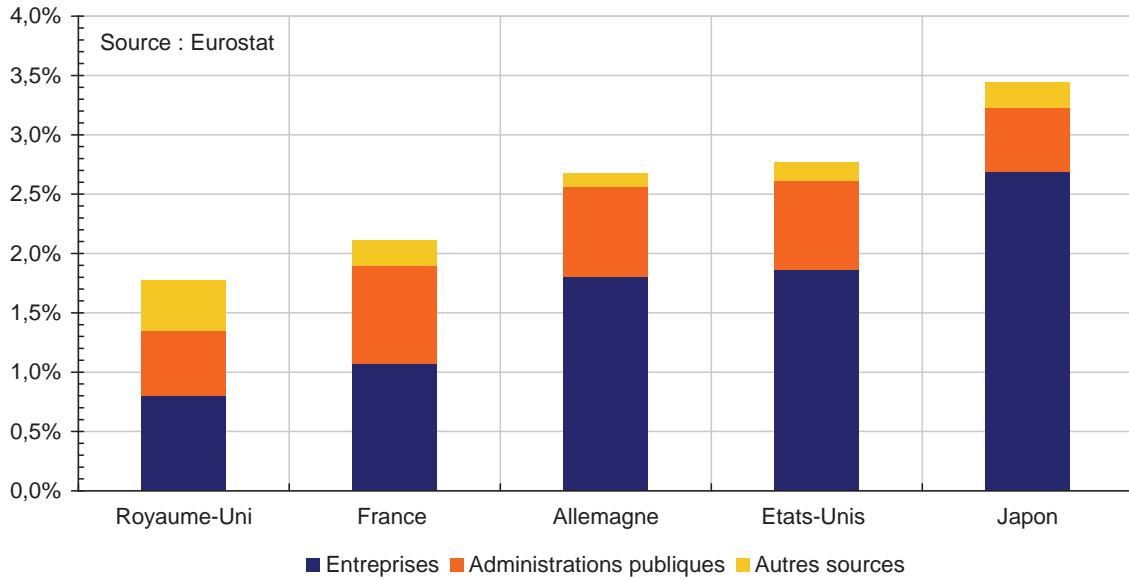
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Variation 2009 / 2010	TCAM* 2005 / 2010
<b>Fonds levés</b>	11 954	10 280	9 995	12 730	3 672	5 043	37%	-16%
<b>Investissements</b>	8 072	10 164	12 554	10 009	4 100	6 598	61%	-4%
dont capital risque	481	536	677	758	587	605	3%	5%
dont capital développement	895	1 057	1 310	1 653	1 798	2 310	28%	21%
dont capital transmission / LBO	6 287	8 075	10 340	7 399	1 605	3 512	119%	-11%
dont capital retournement	59	95	84	99	84	90	7%	9%
dont autres	349	401	143	100	26	80	208%	-26%
<b>Désinvestissements</b>	4 253	3 796	5 660	3 164	2 782	3 987	43%	-1%

Source : Afic - Activité des acteurs français du Capital Investissement en 2010

\* Taux de Croissance Annuel Moyen

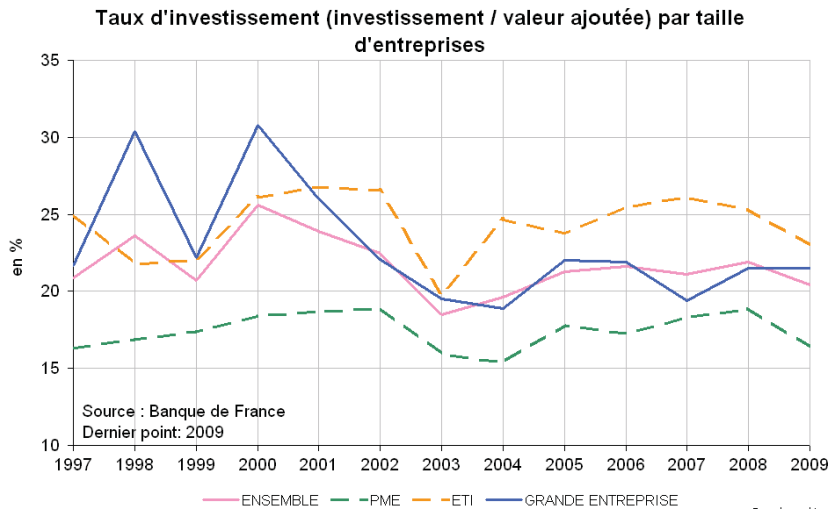
Ces facteurs pèsent sur le potentiel d'innovation de la France qui conditionne sa croissance à venir. En particulier, même si les mécanismes actuels, notamment le Crédit Impôt Recherche, ont un effet incitatif important, le niveau de recherche et développement (R&D) privé reste faible en France comparativement à d'autres pays (Cf. graphique ci-après).

## Dépenses intérieures en R&D par source de financement en part des DIRD totales, en 2008



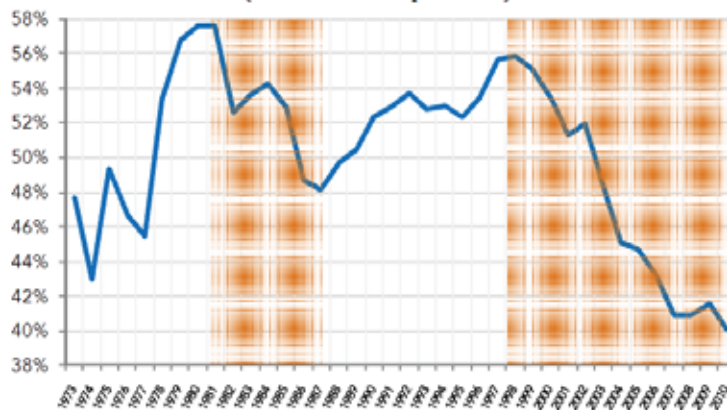
Par ailleurs, ces facteurs peuvent aussi partiellement expliquer :

- pourquoi structurellement, les PME françaises investissent relativement peu par rapport aux entreprises de taille plus grande (Cf. premier graphique ci-après) ;
- le faible nombre relatif d'entreprises de taille intermédiaire (ETI) en France qui a baissé de 4600 en 2007 à 4200 en 2009 d'après la Banque de France ;
- certains problèmes de compétitivité structurelle de l'économie française (Cf. deuxième graphique ci-après).





### Ratio des exportations françaises aux exportations allemandes (Ensemble des produits)



Source : Eurostat et CHELEM, CEPII

Ces phénomènes pourraient être amplifiés par la crise : dans un environnement peu porteur et très volatil, la rentabilité anticipée de leurs projets d'investissement apparaît insuffisante ou trop incertaine aux entreprises qui privilégient leur sécurité (niveau de liquidités élevé) au détriment de l'investissement porteur de croissance à moyen terme.

Enfin, un enjeu de souveraineté mérite d'être mentionné : l'importance du taux de détention du capital des « champions français » par les non-résidents (40 à 45%). Cette donnée ne laisse pas beaucoup de marge de manœuvre pour prévenir un basculement dans une situation de décrochage par rapport aux racines et à l'environnement de ces groupes. En même temps, elle introduit un facteur de vulnérabilité du fait d'une moindre stabilité. La même analyse pourrait probablement être transposée au niveau européen.

## 2. Financement des infrastructures : des besoins très importants dans les prochaines décennies à la fois en termes de nouveaux projets mais aussi de renouvellement et d'adaptation des infrastructures existantes

Les infrastructures économiques au sens de l'OCDE (infrastructures de transports de personnes, de biens, d'énergie et d'information) constituent l'ossature de l'économie d'un pays et sont l'un des piliers au même titre que l'innovation de sa compétitivité et de sa croissance à long terme. Elles représentent aussi structurellement un enjeu sociétal majeur car elles engendrent des externalités positives favorables en termes socio-économique et environnemental. Ceci est particulièrement vrai pour les décennies à venir dans un contexte de transition vers une économie plus respectueuse de l'environnement intégrant les nouveaux besoins d'efficacité énergétique et de prévention des émissions polluantes et de gaz à effet de serre. Les enjeux sont très élevés à la fois pour le développement de nouvelles infrastructures (éolien off-shore ; déploiement du très haut débit ; Grand Paris) mais aussi pour le renouvellement et l'adaptation du parc existant (plateformes aéroportuaires ; réseaux de transmission et de distribution de l'énergie ; bâtiment).

### A. Les besoins de financement

Au niveau européen, la Commission évalue les besoins à plus de 1.600 Mds € d'ici 2020 pour les infrastructures de transport de biens, de personnes et d'énergie.

En France, les évolutions attendues sont également considérables :

- **Energie** : les besoins d'investissement en ce domaine iront croissants, évolution principalement portée par le secteur de la production électrique. Dans ce domaine les principaux enjeux sont de renouveler un parc nucléaire vieillissant (3/4 des centrales arrivant en fin de vie en 2020) et d'accorder une part plus importante aux énergies renouvelables ainsi qu'au gaz dans la lutte contre le réchauffement climatique. A l'horizon 2015, les investissements devraient s'élever à environ 11 Mds € par an, avec une large prédominance du secteur électrique. Sur la période 2016-2020, une augmentation significative des investissements en production électrique sera nécessaire ; le total des investissements devrait ainsi s'établir entre 16 à 17 Mds € par an dont

plus de la moitié consacrée à la production électrique. Après 2020, les incertitudes sont plus fortes ; en tout état de cause, la place donnée à la filière nucléaire sera un enjeu clé. Un arbitrage d'investissement s'avèrera sans doute nécessaire entre l'EPR, la construction de centrales à cycle combiné gaz, ainsi que certaines énergies renouvelables (hydraulique, éolien).

- *Transport* : D'après le Schéma national des infrastructures de transport, à l'horizon de 20 à 30 ans, 166 Mds € 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 Mds € au titre des investissements de modernisation et de régénération.
- *Technologies de l'information et de la communication* : dans ce secteur, 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 à 30Md € seront nécessaires sur les 2 prochaines décennies pour câbler tout le pays.

Enfin, il est à noter que les enjeux environnementaux accroissent les interdépendances entre activités d'infrastructure (e.g. « smart grid » impliquant énergéticiens & infrastructures de télécommunication; efficacité énergétique dans le secteur du bâtiment...) et que l'activité des acteurs français dépasse de manière significative la dimension du seul marché français.

## **B. L'offre de financement**

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

- les grands opérateurs, qui se financent notamment sur les marchés, assurent une part importante du financement des nouveaux projets dans certains secteurs (à titre d'exemple, au cours des trois dernières années, les 12 principaux énergéticiens ont investi en Europe 45 Mds € par an en production et infrastructures gaz & électricité). La capacité des opérateurs à lever des fonds sur les marchés est néanmoins limitée au regard des besoins. En outre, la tendance est à la séparation des fonctions d'investissement et d'exploitation.
- Les partenariats public-privé (PPP) sont en pratique une solution bien adaptée à la réalisation de grands projets. Toutefois il faut en assurer la rentabilité économique interne pour attirer les investisseurs privés ce qui nécessite parfois une large part de subventions. Par ailleurs, la formule ne permet pas de couvrir les besoins des multiples projets de faible dimension qui représentent une partie importante du besoin global d'investissement de long terme (notamment dans le domaine énergétique) et qui ne sont que partiellement couverts par les prêts bancaires. Des PPP sont néanmoins mis en place pour le financement de projets relativement petits (prisons, hôpitaux, centrales électriques). Les montages sous forme de PPP devraient représenter entre 5 et 6 Mds d'investissements en moyenne annuelle lors des 10 prochaines années. Cette prévision est en ligne avec la situation prévue pour les 2 ans qui viennent, soit 3 fois le montant constaté pour les PPP hors délégations de service public ces dernières années.
- Les investisseurs institutionnels sont à la recherche de projets matures (« brownfield ») générant des revenus réguliers (horizon d'investissement 10 à 15 ans). Leur appétence pour la dette projet, beaucoup plus difficile à analyser que la dette entreprise, est faible.
- La montée en puissance de nouveaux investisseurs très proactifs de deux types<sup>2</sup> se manifeste. Des fonds de capital investissement se positionnent sur la phase de construction de nouveaux

---

<sup>2</sup> A titre d'exemple, les fonds d'investissements ont réalisé, en nombre de projets, la moitié des principales transactions survenues en 2010/2011 et pour un montant supérieur à 10 Mds€ dans le transport et la distribution de gaz et d'électricité.

projets (horizon d'investissement de 5 ans). Des fonds spécialisés en infrastructures prennent des participations majoritaires dans des actifs matures.

- L'appétence des investisseurs est négativement corrélée avec la durée des investissements, ce qui pénalise certains projets qui s'inscrivent dans le long terme (infrastructures de transport et de distribution d'énergie par exemple).
- La rareté des dossiers attractifs en Europe pour les investisseurs du fait d'une rentabilité projetée insuffisante et la préférence affichée par les investisseurs pour les projets internationaux.

### **3. L'assèchement des finances publiques hypothèque la transition vers une économie plus respectueuse de l'homme et de la nature**

Dans un contexte de raréfaction des capacités financières des collectivités publiques, le financement des fonctions collectives et de la transition écologique constitue un enjeu crucial des décennies à venir. Ce constat concerne notamment les investissements de formation et d'éducation essentiels pour assurer la compétitivité et la croissance à long terme et le financement des infrastructures sociales qui conditionnent la cohésion de la société française. Il couvre aussi le financement de la transition vers une économie plus respectueuse de l'homme et de la nature.

Quant à ce dernier enjeu, la juste valorisation des ressources et des externalités qui conditionne la rentabilité des investissements permettrait de contribuer à lever la rareté des financements publics et privés. En effet, l'alignement de la rentabilité financière sur la rentabilité collective des projets d'investissement passe par la valorisation à leur juste prix des ressources épuisables et des externalités générées, notamment des émissions. Mais, la tarification des émissions en particulier de carbone reste insuffisante, si bien que de nombreux projets privés de réduction des émissions, justifiés d'un point de vue environnemental, ne voient pas le jour car leur rentabilité financière est trop faible.

Sans signaux prix appropriés<sup>3</sup> :

- Les efforts de recherche et d'innovation sont trop faibles et trop lents.
- Les investissements privés permettant l'amélioration de la performance énergétique des processus de production et des bâtiments demeurent insuffisants ou coûteux pour les finances publiques.
- Les reports de trafic vers les modes de transport sobres en carbone sont trop limités.
- Les choix d'urbanisme et d'aménagement du territoire n'intègrent pas suffisamment les exigences environnementales et sociales.

## **II. L'ENJEU CRUCIAL DE LA MOBILISATION DE L'EPARGNE NATIONALE**

### **1. L'Europe, et donc la France, n'est pas la zone géographique la mieux placée dans la compétition internationale pour les flux de capitaux**

Structurellement, du fait notamment de tendances démographiques, le potentiel de croissance de l'Europe est plus faible que celui d'autres zones géographiques. Par ailleurs, la crise qu'elle traverse actuellement génère une incertitude qui ne peut que peser sur le comportement des investisseurs internationaux. Les dernières statistiques sur l'orientation géographique des investissements transfrontaliers montrent d'ailleurs un relatif délaissement de l'Europe par rapport à d'autres zones géographiques.

---

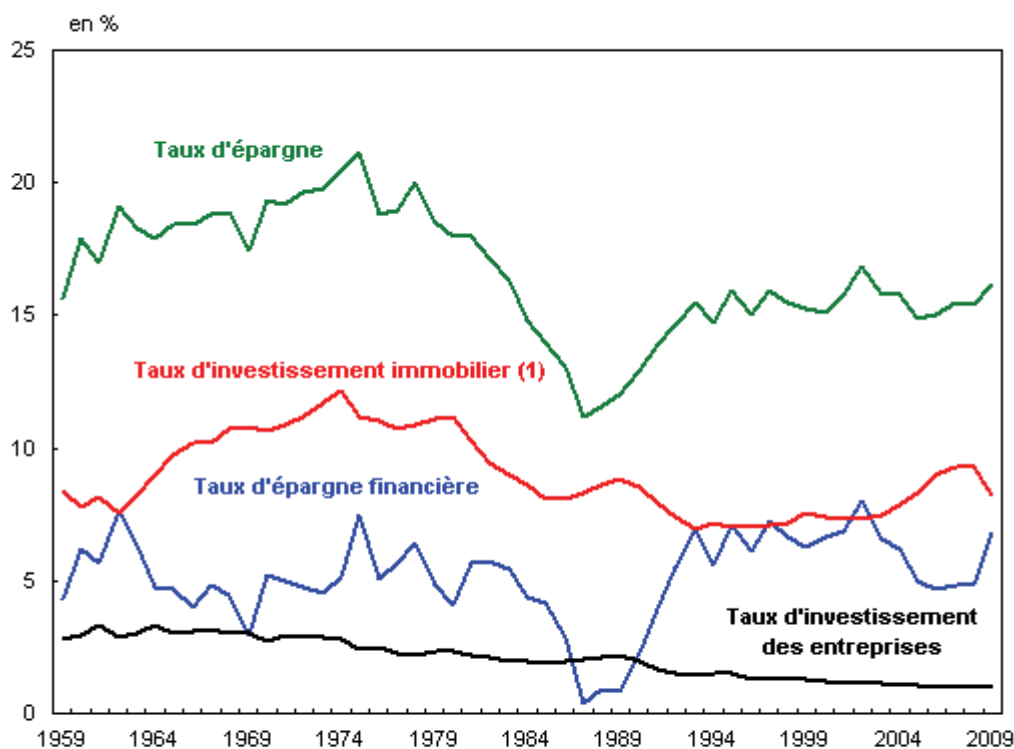
<sup>3</sup> A l'inverse, des avantages fiscaux excessifs et la juxtaposition d'incitations non coordonnées, accordés par exemple à des projets d'énergie renouvelable, peuvent conduire à l'apparition de bulles et de rentes.

L'investissement international ne pourra donc pas suppléer massivement aux insuffisantes capacités de l'investissement domestique. D'ailleurs il est attiré par l'investissement domestique beaucoup plus qu'il n'est tenté de se substituer à lui. Dans ce contexte amené à perdurer, la mobilisation de l'épargne nationale en faveur de l'investissement domestique est un enjeu d'autant plus prégnant.

## 2. Une épargne abondante en France, mais insuffisamment orientée vers le long terme (hors investissement immobilier)

L'investissement immobilier des ménages, pour partie constitué de loyers fictifs quand les ménages sont propriétaires, représente une part importante de leur épargne (Cf. graphique ci-dessous) et de leur richesse (environ 70%) avec une rotation annuelle d'environ 2%.

**Taux d'épargne des ménages**



(1) : rapport de la formation brute de capital fixe des ménages (hors entrepreneurs individuels) au revenu disponible brut.

Champ : France.

Source : Insee, comptes nationaux - base 2000.

Selon les données et analyses de la Banque de France, les placements intermédiés par le système financier représentent une part prépondérante de l'épargne financière des ménages comme en témoigne le tableau ci-après.

### Structure des placements des ménages

À fin 2006

(montant en milliards d'euros et part en %)

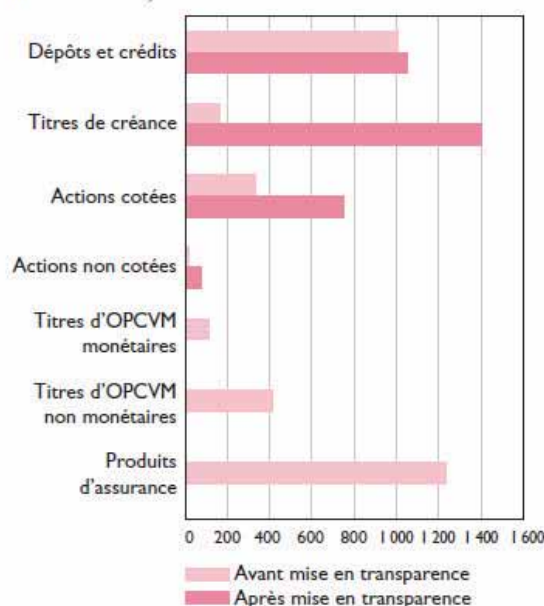
	Montant	Part
Dépôts et crédits	1 007,4	30,7
Titres de créance	168,8	5,1
Actions cotées	336,4	10,2
Actions non cotées	13,8	0,4
Titres d'OPCVM monétaires	110,6	3,4
Titres d'OPCVM non monétaires	414,3	12,6
Produits d'assurance	1 234,8	37,6
<b>Total</b>	<b>3 286</b>	<b>100</b>

*Note : Dans un souci de simplification, la nomenclature utilisée dans cette étude regroupe les opérations de dépôt et de crédit. La prise en compte de la catégorie à laquelle appartient le créancier et le débiteur permet néanmoins de distinguer clairement la nature de ces opérations : les dépôts figurent essentiellement au passif des institutions financières, mais peuvent être détenus par tous les types d'agents, alors que les crédits sont un instrument de financement des agents non financiers.*

La mise en transparence de ces placements intermédiés permet d'avoir une vision de la structure par instrument du patrimoine financier des ménages. En 2006, après mise en équivalence, les actions, cotées et non cotées, détenues par les ménages s'élevaient à environ 800 Mds € soit 25 % de leurs placements financiers et la part des actifs finaux des ménages français finançant les non-résidents dépassait 50% dont près de 30% dans la zone euro.

### Graphique 4 Montant des actifs investis par les ménages

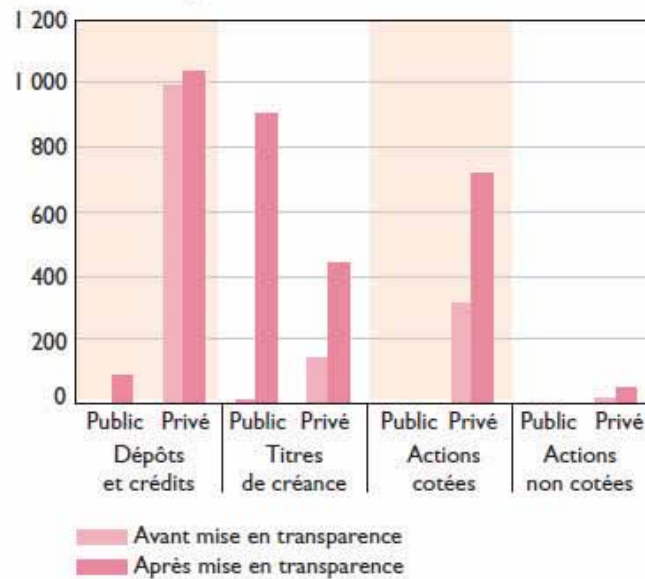
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, DESM-SESOF

### Graphique 13 Répartition de l'actif des ménages entre les secteurs public et privé

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, DESM-SESOF

### 3. La crise a eu un impact significatif sur l'allocation des placements des ménages

D'après les travaux d'Arrondel & Masson ("L'épargnant dans un monde en crise, ce qui a changé" publié en 2011 par le CEPREMAP), les ménages ont modifié leurs comportements d'épargne et leurs choix d'allocation d'actifs patrimoniaux suite à la crise de 2008 dans le sens d'une plus grande prudence : épargne de précaution en hausse, volonté d'investir dans des placements plus sûrs.

Selon l'analyse de ces auteurs corroborée par des études en Allemagne et au Royaume-Uni, ces évolutions ne sont pas dues à l'évolution des préférences intrinsèques des ménages (aversion pour le risque et degré de vision à long terme), mais aux changements défavorables de leurs anticipations de revenus du travail du fait de la dégradation de la conjoncture économique et de revenus financiers du fait de la volatilité des prix des actifs.

### 4. La longévité : une opportunité décisive en termes de financement des besoins de long terme

Les individus sont en théorie par nature des investisseurs de long terme. Cette orientation devrait être amplifiée par l'allongement du cycle de vie qui implique un transfert plus important de ressources de la période d'activité vers la période d'inactivité. Trois phases de vie peuvent être distinguées après la retraite qui correspondent à des besoins très différents : la retraite active ; la retraite passive ; la dépendance.

L'organisation des circuits de financement doit impérativement accompagner dans le temps le phénomène de longévité et s'appuyer sur les opportunités qu'il offre aussi bien que sur les nouvelles exigences qu'il génère. Cela passe notamment par :

- la promotion des dispositifs d'épargne – retraite existants (PERCO, PERP, PEE) 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 et principalement dûs aux flux d'encaisse perçus lors de l'exploitation (faiblement aux plus-values) ; un couple rendement-risque placé entre celui des obligations et des actions<sup>4</sup>. Il est à noter que l'ajout d'infrastructures, dont la corrélation avec les autres classes d'actifs est limitée, à un portefeuille d'investissement, permet d'accroître le rendement général du portefeuille et d'en diminuer le risque, légitimant cet investissement du point de vue financier.

- Une réflexion à engager sur l'amélioration des possibilités de mobilisation des actifs immobiliers des ménages (décomposition usufruit – nue propriété ; viager).
- La couverture du risque de dépendance qui est un enjeu-clé de la période qui vient. Il faut veiller à ce que les dispositifs qui seront mis en place comportent une part de capitalisation (en lien avec la retraite) afin de limiter le niveau de prise en charge par la collectivité (Sécurité sociale / Aide sociale) dans un contexte de situation des finances publiques très dégradée.

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

### III. L'EVOLUTION DU ROLE D'INTERMEDIATION ET DE TRANSFORMATION DE LA SPHERE FINANCIERE

#### 1. Le rôle d'intermédiation et de transformation du système bancaire va être profondément impacté par les nouvelles normes prudentielles (Bâle III)

Le poids des banques dans le financement de l'économie est particulièrement important en Europe notamment par rapport aux Etats-Unis. Les crédits bancaires représentent 164% du PIB en zone Euro contre 62% aux Etats-Unis.

Structurellement, la forte mobilisation sur le logement et l'immobilier aussi bien de la part des ménages que des banques consomme une large part des ressources mobilisables<sup>5</sup> pour la transformation vers d'autres emplois notamment le financement long d'autres secteurs (entreprises, infrastructures, financements export et collectivités locales).

Dans un contexte très incertain, les banques essaient de renforcer leur solidité en accumulant des liquidités et en augmentant la base des dépôts y compris en rapatriant dans leurs bilans l'épargne financière de leurs clients. Par ailleurs, elles limitent leur exposition en termes d'emplois les plus risqués. Ce phénomène est amplifié par l'évolution des normes prudentielles (Bâle III), en particulier du fait du ratio de liquidité à plus d'un an, qui va lourdement peser sur le rôle d'intermédiation et de transformation des banques :

- Les conditions de financement des investissements des PME – ETI par le canal du crédit bancaire caractéristique des économies d'Europe continentale vont se durcir sous plusieurs formes : augmentation des marges (cet effet viendra s'ajouter dû à la remontée prévisible des taux d'intérêt), sélectivité accrue dans l'octroi de crédits et raccourcissement la durée de leurs prêts.

---

<sup>4</sup> Les investissements dans des actifs à construire sont relativement plus risqués mais aussi plus rentables en espérance que ceux dans les actifs matures.

<sup>5</sup> Les marges dans ce domaine d'activité sont historiquement faibles car le prêt au logement est utilisé par les établissements bancaires comme un produit d'appel pour attirer la clientèle et domicilier leurs comptes. La part importante des prêts immobiliers dans les emplois des banques est un facteur de risque significatif dans un contexte de prix très élevés, de marges faibles et de taux d'intérêt extrêmement bas.

- Concernant le financement de projets d'infrastructures, du fait de la crise et du durcissement des règles prudentielles, les prêts accordés par les banques sont déjà plus chers. Le niveau des primes de risque demandé sur les dettes projet sans recours à long terme par rapport aux titres publics équivalents a augmenté. Leur durée se raccourcit (inférieurs à 10 ans), faisant peser sur les projets un risque de refinancement. Par ailleurs, le financement des infrastructures sous contrat de partenariat exige désormais davantage de fonds propres. Ainsi, pour un projet sans risque de trafic, le besoin de fonds propres est passé d'une fourchette de 5 à 10% à une fourchette de 10 à 15%. Pour un projet avec risque de trafic, le besoin de fonds propres est passé de 15-20% à 20-30%.
- Le financement du crédit-export qui constitue un levier important pour la balance commerciale française et un enjeu compétitif majeur pour les banques françaises qui ont une position forte à l'international dans ce domaine sera lui aussi affecté.
- Le financement des collectivités locales, peu rémunérateur compte tenu du coût de d'illiquidité, est d'ores et déjà impacté, d'où le développement d'initiatives diverses visant à trouver des sources de financement alternatives.

## **2. Les marchés actions et obligataires ne permettent pas de financer de manière optimale, en France, les entreprises à la fois quantitativement et qualitativement**

La dette "corporate" (hors institutions financières) ne représente qu'entre 7 et 15% des émissions réalisées sur le marché Euro entre 1999 et 2011. Par ailleurs, les marchés primaire et secondaire de la dette « corporate » manquent de transparence et la liquidité et la profondeur du marché secondaire sont insuffisantes.

Les PME - ETI ont très difficilement accès aux marchés boursiers et de la dette « corporate », même aux marchés qui leur sont dédiés, du fait des coûts unitaires d'une introduction en bourse ou d'une émission obligataire et des problèmes de suivi des lignes au niveau des investisseurs institutionnels. A signaler, des initiatives récentes au niveau européen, en particulier allemandes, pour faciliter l'accès des PME - ETI à ces sources de financement via notamment un réseau de bourses régionales (compartiment dédié aux émissions obligataires des PME – ETI). La France examine de son côté des mécanismes adaptés à son économie.

L'appétence, structurellement déjà modérée des ménages et investisseurs institutionnels français pour les actions (en particulier par rapport à leurs équivalents anglo-saxons), est entamée par l'instabilité financière, devenue plus aigue à la faveur des crises qui secouent à répétition l'économie capitaliste depuis le début des années 2000. La volatilité croissante des marchés s'explique notamment par la montée en puissance en termes de masses relatives des transactions de court terme, en particulier du "high frequency trading", par rapport aux prises de positions basées sur l'analyse des fondamentaux. Cet excès de volatilité instantanée des marchés compromet leur capacité à assumer leur rôle de référence sur l'éclairage de la valeur et leur fonction de mobilisation des capitaux. Il est d'ailleurs intéressant de constater que le compartiment non coté connaît un regain d'intérêt auprès des investisseurs car non soumis à cette volatilité.

Les dernières expériences de 2008 à l'été 2011 ont ajouté une dimension supplémentaire avec un phénomène de fragilisation instantanée des bilans financiers alimentée par le caractère largement procyclique des normes comptables et prudentielles. Cette situation se reporte sur les Etats eux-mêmes mis en situation de faiblesse par l'excès de leur endettement. Il en résulte un double effet de contagion et d'éviction.

Comment restaurer les conditions d'équilibre du bon fonctionnement des marchés financiers? L'analyse approfondie du fonctionnement des marchés financiers en période de crise devrait essayer de faire la part entre les mouvements normaux de réajustement des valeurs et des positions, d'une part, et ceux qui ne visent qu'à exploiter la volatilité de court terme, voire à l'alimenter de façon plus ou moins artificielle, d'autre part. Elle ferait ressortir que ce fonctionnement est très probablement biaisé par la prépondérance des opérations de court terme ou de simples aller-et-retour par rapport aux acquisitions/cessions de titres présentant un



caractère durable. Se pose donc la question de la limitation de l'ampleur des opérations de court terme, par exemple par la voie de la taxation des transactions ou des ordres.

### **3. La titrisation : une solution envisageable difficile à mettre en œuvre et, en tout état de cause, sous conditions pour éviter les errements passés**

Le rétablissement d'opérations de titrisation (éventuellement sous la forme d'obligations sécurisées) moins opaques et mieux sécurisées pourrait redonner une certaine flexibilité à la gestion des bilans bancaires, en particulier au niveau du ratio liquidité à plus d'un an. Il concernerait notamment les crédits bancaires aux entreprises mais aussi des financements de projets d'infrastructures de petite taille présentant des similarités. Ces produits de titrisation seront difficiles à monter du fait des traces laissées par la crise des créances hypothécaires aux Etats-Unis et plus fondamentalement par le besoin de mettre en place des véhicules de portage avec la double problématique de l'identification et de l'évaluation des risques de portefeuille dans un environnement très incertain et du niveau de marge nécessaire pour construire des produits atteignant la rentabilité requise par les marchés après inclusion des frais de structuration et de transaction.

### **4. L'optimisation de l'apport des investisseurs de long de terme (ILT) nécessite un cadre réglementaire, comptable et prudentiel, adapté à leurs modèles économiques**

Les ILT se caractérisent avant tout par une relative permanence de leurs ressources qui est déterminée par leurs engagements contractuels de passif vis-à-vis de leurs mandants<sup>6</sup> ou la stabilité statistique de leurs ressources. De par cette permanence, ils sont structurellement moins exposés aux risques de liquidité. En cela, ils diffèrent fondamentalement d'autres acteurs financiers qui doivent se prémunir contre le risque de refinancement. Supportant des contraintes de passif plus faibles à court terme, ils ont la possibilité de déconnecter la problématique du choix de leurs investissements de considérations sur leur capacité de financement à court terme et donc d'optimiser leur stratégie d'allocation dans une perspective longue.

Comparativement à d'autres acteurs économiques, un ILT est donc, en théorie, en capacité de mieux exploiter la supériorité à très long terme des rendements de certaines classes d'actifs risqués notamment les actions (Cf. rapport du CAE 2009 "Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers" rédigé par Olivier Garnier et David Thesmar) ou illiquides. Ce faisant, les ILT participent à l'amélioration de l'allocation inter temporelle des ressources qui est loin d'être optimale. Car il n'existe pas aujourd'hui de mécanisme de marché qui permette à une génération de partager les risques avec les suivantes : l'absence des générations futures, principales concernées par certains risques non assurables comme le changement climatique et l'épuisement des ressources, sur les marchés empêche le partage des coûts et des bénéfices entre générations.

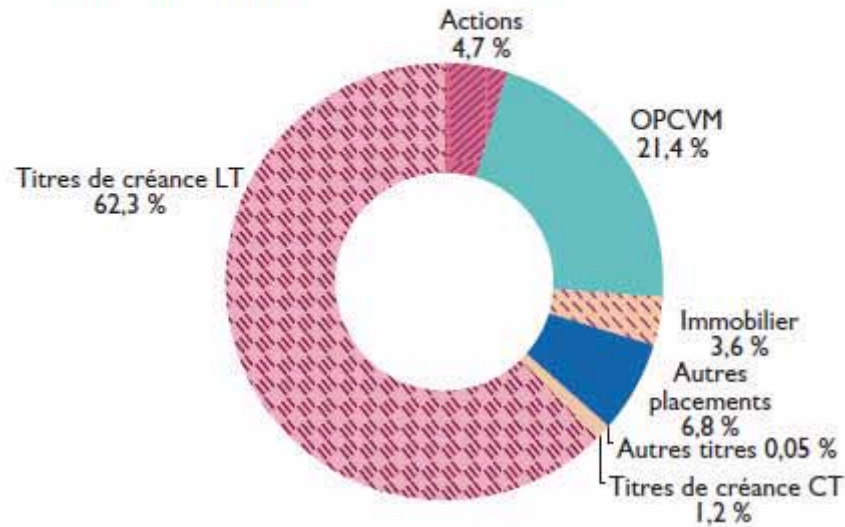
La plupart des ILT développent deux approches complémentaires en termes de gestion de leur bilan. La première se base sur leur vision propre des rendements et risques associés aux différentes classes d'actifs (modèle interne). La seconde vise à satisfaire aux exigences réglementaires. Cette dernière peut l'emporter et conduire à une allocation très déformée en faveur des titres jugés les moins risqués comme en témoigne la répartition de l'actif des compagnies d'assurance françaises en 2009. Le durcissement des contraintes prudentielles qui s'appliquent aux compagnies d'assurance (Solvency II) a notamment déjà un impact défavorable sur le capital investissement comme en témoigne la baisse des capitaux investis par ceux-ci dans les derniers trimestres qui a fortement contribué aux évolutions décrites dans ce domaine dans la partie I.

---

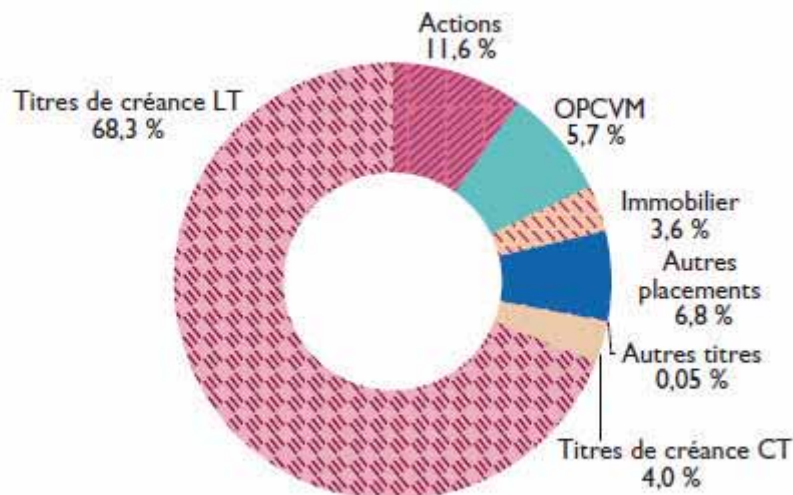
<sup>6</sup> Le degré d'exigibilité contractuelle par les mandants des ressources inscrites au passif est un facteur clé de leur stabilité.

## Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2010 (états détaillés)

### • Avant la mise en transparence des OPCVM



### • Après la mise en transparence des OPCVM



*Note : Total des placements : 1 676 milliards d'euros*

*Sources : Autorité de contrôle prudentiel, Banque de France*

Les ILT qui s'inscrivent dans une perspective de détention durable en accompagnement stratégique du développement des entreprises de toute taille s'impliquent dans leur gouvernance et exercent une fonction de surveillance de celles-ci. Les démarches d'engagement actionnarial mises en œuvre par un certain nombre d'investisseurs ont un impact particulièrement important déjà signalé Hirschman en 1970 qui a montré que le système capitaliste a besoin d'investisseurs ayant un horizon long, prenant des participations importantes et exerçant une fonction de surveillance. Ce sont les actionnaires « voice » qui exerce une fonction complémentaire à celle remplie par les actionnaires exit :

- Les actionnaires « exit » expriment leur opinion sur une entreprise par leurs comportements d'achats et de vente. En "votant avec leurs pieds", ils concourent à la liquidité du marché boursier.
- Les actionnaires « voice » développent une connaissance plus approfondie des sources de création de valeur à long terme de l'entreprise, participent activement aux assemblées générales et aux conseils d'administration, et remplissent une fonction de surveillance du management.

Enfin, un ILT exerce un rôle stabilisateur sur la sphère financière car il accorde une importance relative plus grande que d'autres acteurs économiques aux revenus récurrents (dividendes et coupons) qu'aux plus-values et donc à la stratégie à long terme des entreprises. Il peut contribuer à l'efficacité des marchés en diffusant des signaux sur les entreprises et les projets différents de ceux émis par des opérateurs ayant un horizon temporel plus court. Par ailleurs, il a une capacité plus élevée que d'autres acteurs économiques à porter des risques sur des périodes longues et à lisser l'impact des chocs financiers à travers une politique d'accumulation de réserves (durant les bonnes années) et de réalisation de plus-values (durant les mauvaises années) si les normes auxquelles il est astreint le lui permettent. Il est donc en capacité de jouer un rôle stabilisateur sur les marchés puisqu'il peut contribuer à en atténuer les fluctuations notamment durant les crises. En phase fortement baissière qui contraint les investisseurs court-terme à des « fire sales » pour relâcher leur contrainte de liquidité ou solvabilité, les ILT contribuent à amortir la chute excessive des valeurs.

\*  
\*   \*  
\*

Les autorités européennes ont aujourd'hui une carte historique à jouer afin de mobiliser les moyens nécessaires au financement des priorités de la stratégie Europe 2020 : la connaissance au service de la croissance et de l'emploi, l'environnement, l'énergie, les transports.

Dans un contexte de rareté des ressources publiques, l'atteinte de ces objectifs définis passe par :

- La définition de politiques en faveur de l'innovation, des infrastructures durables, et de la transition vers une économie sobre en carbone mais aussi la priorisation et la sélection des projets d'investissement d'avenir. Ceci suppose des analyses coûts-bénéfices approfondies de ces projets en amont prenant en compte les externalités socio-économiques et environnementales dans un cadre conceptuel cohérent (Cf. lettre N°8 du Conseil Economique pour le Développement Durable parue en 2009) et appliqué transversalement afin de pouvoir procéder à des arbitrages.
- La mise en place d'un cadre de régulation incitatif, lisible et stable dans la durée, favorable en particulier à la mobilisation de l'épargne en faveur du financement à long terme de l'économie.
- Le partage efficace des financements et des risques entre acteurs publics et privés. Dans ce domaine, l'équilibre est souvent difficile à trouver comme en témoignent, dans le domaine des infrastructures régulées, les difficultés à trouver le bon niveau des rendements offerts aux investisseurs via la tarification et la complexité des schémas de garanties mis en place.
- Des montages financiers innovants reposant en particulier sur la prise en charge éventuelle par l'Etat, quand ces investissements sont justifiés du point de vue de l'intérêt collectif, de la part la plus risquée. La mutualisation d'investissements présentant des caractéristiques similaires dans des schémas de titrisation avec prise en charge par l'Etat des tranches les plus risquées est une voie à creuser. Le projet de fonds d'infrastructures, monté sous la forme d'un fonds commun de titrisation, actuellement à l'étude en France s'inscrit dans cette voie. Certaines des initiatives récentes en matière de nouveaux instruments financiers (project bonds) annoncées par le Président Barroso vont dans le même sens.

Comme tout écosystème, la sphère financière a besoin de diversité afin de créer de la richesse et être en mesure de résister aux aléas. La régulation comptable et prudentielle doit favoriser cette diversité notamment en permettant l'expression d'acteurs dont les modèles économiques sont différents afin d'éviter les effets déstabilisants de comportements mimétiques de court terme.

Plus généralement, les autorités doivent trouver le bon équilibre entre protection contre les risques systémiques, solidité des institutions financières et financement de l'économie qui implique par essence une certaine prise de risque. Cet équilibre qui implique des choix collectifs relatifs au partage des risques entre la collectivité et les différents acteurs la constituant et, plus fondamentalement encore, à l'appétence pour le risque de nos sociétés est difficile à trouver mais il est vital de le trouver rapidement car il conditionne la croissance de demain de nos économies.





## Conclusions du groupe de travail n°2 : secteur financier Quelles préconisations clefs ?

*Rapporteur : Pierre-François Koehl*

Les besoins à long terme de l'économie ne sont pas aujourd'hui correctement satisfaits, ce qui obère la croissance potentielle. Pour satisfaire ces besoins, il existe des investisseurs de long terme (ILT), investisseurs capables de disposer de passifs suffisamment stables pour pouvoir gérer sans risque de liquidité excessif leurs actifs à long terme. Néanmoins, les réglementations comptables et prudentielles ne tiennent pas compte des spécificités de ces investisseurs et les évolutions en cours s'avèrent de fait défavorables au financement de long terme de l'économie.

Pour tenter de remédier à ce problème, il est possible de formuler quatre préconisations générales, qui peuvent recevoir différentes déclinaisons :

- 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 ;
- préconisation n°2 : concevoir un modèle d'évaluation des risques financiers qui reconnaisse l'effet positif d'un passif de long terme ;
- préconisation n°3 : inclure dans la définition des passifs de long terme, indispensables à l'investissement de long terme, les passifs statistiquement stables sur le long terme ;
- préconisation n°4 : favoriser la constitution d'une épargne à long terme en créant des instruments de placement adaptés.

### **I. CONSTAT : L'APPROCHE REGLEMENTAIRE – QU'ELLE SOIT COMPTABLE OU PRUDENTIELLE – S'AVERE DEFAVORABLE A L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME**

Les différentes évolutions réglementaires en cours – sur le plan comptable (normes IFRS 9 et IFRS 4-phase 2) comme sur le plan prudentiel (Bâle III, Solvabilité II) – sont de nature à pénaliser l'investissement de long terme.

1/ La comptabilisation en valeur de marché – qui constitue le mode de comptabilisation de référence – induit une plus grande sensibilité du compte de résultat et du bilan des institutions financières aux fluctuations de court terme des marchés. Elle tend à brouiller l'interprétation qui peut être faite des résultats de la stratégie d'un investisseur sur le long terme et à favoriser l'adoption de comportements pro-cycliques de sa part.

2/ Les approches prudentielles sont construites par référence à un horizon d'au maximum un an (calcul de la valeur en risque, ratio de liquidité), renforçant la propension des investisseurs à raccourcir leurs horizons d'investissement.

3/ Dans le cas de Solvabilité II, les charges en capital qui en découlent pour couvrir les différents risques s'avèrent globalement lourdes pour les investissements dans les entreprises et les

infrastructures et ce, d'autant plus que les échéances sont éloignées (traitement de la dette d'entreprises) (CGFS, 2011<sup>1</sup>), pénalisant des secteurs importants pour la croissance qui font déjà face à un déficit de financement de long terme.

La combinaison de ces différentes évolutions risque de faire se tarir complètement le flux des financements de long terme :

- les banques seront de plus en plus réticentes à financer des actifs sur le long terme à l'aide de passifs de court terme, les ratios de liquidité rendant la transformation bancaire plus difficile ;
- il deviendra plus coûteux pour les assureurs d'investir à long terme dans l'économie : dans Solvabilité II, le risque de marché rend compte des deux tiers du total des exigences en capital (Solvency Capital Requirement) et en son sein, le risque actions, le risque de spread et le risque de taux d'intérêt constituent les trois plus grandes composantes (EIOPA, 2011<sup>2</sup>) ; alors que les banques seront conduites à émettre de la dette à plus long terme, les assurances, qui en détiennent déjà beaucoup, ne seront pas incitées à en acquérir (IIF, 2011<sup>3</sup>).

Au total, l'approche réglementaire méconnaît les spécificités de l'investissement de long terme et, ce faisant, risque de raréfier encore les sources de financement de long terme de l'économie alors qu'un cadre adapté pourrait, à l'inverse, être de nature à favoriser l'investissement à long terme.

## **II. 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.**

Si l'approche prudentielle actuelle est défavorable à l'investissement de long terme, c'est sans doute parce que, historiquement, cette approche s'est construite autour des risques présents du côté de l'actif – la spécificité des passifs des différentes institutions ayant été traitée implicitement au travers de la spécialisation des cadres réglementaires :

- pour les banques, dotées de passifs où dominent les dépôts à vue et la dette à court terme, la réglementation met l'accent sur le risque de liquidité à court terme et sur les risques de marché de court terme ;
- pour les assurances, dont les engagements vis-à-vis des assurés constituent l'essentiel du passif, la réglementation est focalisée sur le risque de solvabilité à court-moyen terme et sur le correct adossement entre actifs financiers et passifs comportant des risques liés à des variables comportementales. Ce faisant, Solvabilité II prend en compte, dans une certaine mesure, le long terme et la bonne adéquation entre actifs et passifs, mais limite fortement les possibilités d'investissement en actions, ces dernières étant considérées comme un instrument inadapté pour faire face aux risques non financiers présents au passif.

Dans la mesure où la détention d'actions sur le long terme apparaît néanmoins comme une stratégie d'investissement adaptée pour un investisseur disposant d'un passif de long terme, comment prendre en compte, dans ce cadre prudentiel, le cas d'un investisseur souhaitant détenir des actions et fondé à le faire au vu de son exposition au risque de liquidité ?

En traitant ainsi la spécificité des passifs des différentes institutions, l'approche prudentielle se trouve dans l'incapacité de s'adapter aux différents modèles économiques (« business model »)

---

<sup>1</sup> Committee on the Global Financial System of the BIS, « Fixed income strategies of insurance companies and pension funds », juillet 2011.

<sup>2</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority, « EIOPA report on the fifth quantitative Impact Study for Solvency II », mars 2011.

<sup>3</sup> Institute of International Finance, Oliver Wyman, « The implications of financial regulatory reform for the insurance industry », août 2011.

qui en découlent et, en particulier, de prendre en compte celui de l'ILT. Mutatis mutandis, la même analyse vaut également pour le cadre comptable.

Même si, dans le contexte de la refonte en cours de la norme IAS 39, la norme IFRS 9 sur le traitement comptable des instruments financiers met théoriquement l'accent sur le modèle économique – au sens plus restrictif d'intention de gestion – pour classer les instruments financiers, dans les faits elle ne parvient pas à tenir compte 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 (cf. fiche n°2) : ainsi, l'investisseur a-t-il le choix entre une comptabilisation en valeur de marché par résultat (qui induit une forte volatilité de celui-ci, qui n'a pas de sens économique dans une approche à long terme) ou une comptabilisation en valeur de marché par capitaux propres (qui interdit ensuite tout recyclage dans le résultat et donc fait obstacle à toute mesure de la performance effective de l'investissement de long terme). Aucun des deux modèles économiques retenus ne correspond à l'ILT.

### III. PRECONISATION N°2 : CONCEVOIR UN MODELE D'EVALUATION DES RISQUES FINANCIERS QUI RECONNAISSE L'EFFET POSITIF D'UN PASSIF DE LONG TERME.

La détention d'un passif de marché de long terme engendre un surcoût financier, par rapport à un passif de marché de court terme. Les institutions financières ont donc tendance, toutes choses égales par ailleurs, à privilégier un endettement de court terme – ce qui accroît les risques qui pèsent sur elles.

**Illustration** : supposons une institution qui a 100 d'actifs risqués à son bilan ; son passif se décompose en :

- fonds propres (10)
- dette moyen-long terme et dette court terme (90).

Toutes choses égales par ailleurs, le résultat récurrent de l'institution dépend de la répartition du financement entre dette moyen-long terme et dette court terme : l'institution financière génère, par exemple, 3 de résultat récurrent si son endettement se fait entièrement à court terme ; en supposant une courbe des taux relativement plate (avec un delta de 200 points de base entre taux court et taux long), si elle s'endette uniquement à moyen-long terme, son résultat récurrent se réduira à 1,2 ( $3 - 0,02 \times 90$ ). Ainsi, l'institution aura-t-elle tendance à privilégier un endettement à court terme. Mais ce faisant, elle réduira aussi sa capacité à investir à long terme.

Dans le second cas, l'institution génère certes un résultat récurrent inférieur, mais ce résultat moyen est assuré sur plusieurs années (le coût de l'endettement étant lui-même fixé sur plusieurs années) ; à l'inverse, dans le cas d'un endettement uniquement à court terme, le résultat moyen est plus élevé, mais assuré uniquement sur quelques mois. Il est donc légitime, du point de vue des risques supportés par l'institution, de favoriser un endettement plus long que celui auquel cette institution aurait tendance à recourir naturellement.

Ce qui est vrai au niveau de l'institution, l'est également au niveau macroéconomique : dans une économie où toutes les institutions financières privilégieraient des financements à court terme, l'impact d'une crise de confiance serait considérablement amplifié. De surcroît, le financement à court terme pénalisant l'investissement à long terme, l'impact négatif en termes de risque d'un excès de financement à court terme se doublerait d'un impact négatif sur la croissance.

## Applications possibles :

### 1/ Dans le domaine prudentiel

- dans le cadre d'une approche par les revenus en risque (Earning at risk)<sup>4</sup>, l'évaluation pourrait être effectuée de manière cohérente avec la durée du passif de l'institution (par exemple, l'appréciation du résultat en risque s'effectuerait sur 5 ans si c'est la durée du passif de l'institution considérée)<sup>5</sup>.
- Dans le cadre d'une approche par la valeur en risque, l'évaluation pourrait éventuellement aussi être effectuée de manière cohérente avec la durée du passif (VaR calculée sur la durée correspondant à la durée moyenne du passif)<sup>6</sup>.
- Le respect des contraintes de solvabilité pourrait également faire l'objet d'une analyse pluriannuelle : si Solvabilité II prévoit une période de redressement comprise entre 6 et 21 mois, une période plus longue pourrait être justifiée pour des institutions bénéficiant d'un passif de plus long terme (cf. les réflexions autour de la révision de la Directive de 2003 sur les fonds de pension – cf. fiche n°3).
- Egalement dans une perspective pluriannuelle, des mécanismes obligatoires de lissage des résultats pourraient être introduits : une réserve d'égalisation sur placements pourrait par exemple être constituée par prélèvement sur le résultat en instance d'affectation ; elle ne serait reprise en résultat qu'en cas de moins values réalisées ou latentes sur les placements.
- Certains aspects du risque peuvent faire l'objet d'un traitement spécifique aux investisseurs de long terme : en tenant compte d'une vision au-delà du cycle économique (risque de taux) ; en s'appuyant sur des modélisations sur le long terme des primes de risque (risque actions) ; en reconnaissant les spécificités des actifs spécifiquement de long terme (risque infrastructures) ou en prenant en compte la diversification (risque de contrepartie).

### 2/ Dans le domaine comptable

- En matière comptable, il conviendrait de tenir compte de l'intention de gestion en reflétant la moindre volatilité à court terme d'un portefeuille géré sur le long terme – notamment en recourant à la notion de valeur d'utilité (cf. fiche n°2) ou en ayant recours à des solutions du type HTM pour les participations. En particulier, les méthodes comptables utilisées doivent permettre de saisir les décalages pouvant se produire sur la durée dans l'adossement actif/passif et reconnaître les provisions d'égalisation prévues pour absorber ces écarts par rapport à la prévision.

---

<sup>4</sup> Une telle approche existe en filigrane dans Solvabilité II : la version proposée pour le cinquième test (QIS 5) prévoit la prise en compte des profits liés aux futures primes (Expected profits included in future premiums) dans les capitaux propres du Tier 1. Ces EPIFP correspondent aux primes qui restent à percevoir sur les contrats existants. Des discussions sont en cours, au niveau de la Commission européenne, pour définir le périmètre exact de ces EPIFP.

<sup>5</sup> A ce titre, il est possible de souligner que, parmi les pistes évoquées par les participants à la consultation organisée à l'occasion de la révision de la Directive de 2003 sur les fonds de pension, la prise en compte de la plus grande prévisibilité des flux financiers (cash flows) – de même que la prise en compte de la durée des engagements – est mentionnée au titre des aménagements souhaitables de la Directive Solvabilité II pour une application aux fonds de pension (cf. fiche n°3).

<sup>6</sup> De ce point de vue, une disposition de Solvabilité II concernant les produits d'épargne retraite prévoit la possibilité, très encadrée, de traiter des risques présents à l'actif en tenant compte, indirectement, de la durée du passif (cf. fiche n°1).



#### **IV. PRECONISATION N°3 : INCLURE DANS LA DEFINITION DES PASSIFS DE LONG TERME, INDISPENSABLES A L'ILT, LES PASSIFS STATISTIQUEMENT STABLES SUR LE LONG TERME**

L'investissement de long terme suppose l'existence de passifs de long terme ; mais, au-delà des passifs qui ont des échéances contractuelles longues, certains passifs à courte échéance peuvent également se révéler statistiquement très stables sur le long terme et ainsi constituer une ressource appropriée pour le financement de long terme.

Dans un contexte où le gisement des passifs ayant des échéances contractuelles longues semble limité (cf. préconisation n°4 sur ce point), le déficit d'ILT résulte pour partie des difficultés que peuvent rencontrer les institutions financières pour mobiliser des passifs stables dans le cadre du financement d'actifs à long terme. Dans la perspective d'un développement de l'ILT, il s'avère indispensable que les réglementations prudentielles et comptables reconnaissent pleinement la possibilité de mobiliser des passifs statistiquement stables sur le long terme (et résilients à court terme face à des crises financières, à des chocs sur les taux d'intérêt...), en plus des passifs ayant des échéances contractuelles longues, pour le financement de l'ILT.

Sur le plan prudentiel, l'évaluation du risque actif/passif doit être modulée suivant la structure des passifs – la gestion des actifs pouvant être programmée dans la durée en fonction des variations constatées et anticipées du passif stable. Les gestionnaires de l'ILT auront toujours du temps pour prendre des mesures de redressement, ce qui devrait limiter les chargements de capital pour couvrir ce type de risque.

#### **V. PRECONISATION N°4 : FAVORISER LA CONSTITUTION D'UNE EPARGNE A LONG TERME EN DEVELOPPANT DES INSTRUMENTS DE PLACEMENT ADAPTES**

Au-delà de la mobilisation des passifs stables à long terme, 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 abondante, les supports d'épargne qui peuvent réellement être considérés comme de long terme apparaissent relativement peu développés (en particulier en l'absence de fonds de pension en France). Les instruments existants sont souvent complexes et mal expliqués dans un contexte où la liquidité est présentée comme un atout majeur.

Or, en matière de choix d'épargne, les études comportementales semblent indiquer que l'offre crée en partie sa propre demande : en l'absence d'une parfaite connaissance de ses préférences temporelles, l'individu prend ses décisions en fonction du contexte et surpondère le présent<sup>7</sup>. Ainsi, même si la préférence de l'individu va à un support d'épargne long (ce qu'il perçoit de manière plus ou moins nette), sa préférence « myope » dépendra avant tout du contexte et tendra à privilégier les effets de court terme (percevoir une rémunération immédiate, même si celle-ci s'avère plus faible qu'une rémunération ultérieure).

L'épargne retraite constitue une source naturelle d'épargne longue, qui se prête de manière privilégiée à une approche moins contrainte par la recherche de liquidité. Il serait également possible de créer un nouvel instrument de placement qui ne surpondère pas le présent en mettant en avant sa liquidité : la rémunération offerte pourrait être directement liée à l'horizon de placement choisi ; en contrepartie, la liquidité à court terme du placement ne serait pas assurée.

---

<sup>7</sup> L. Levy-Garboua, 2004, « Perception séquentielle et rationalité limitée », *Journal des économistes et des études humaines*.

L. Levy-Garboua, M. Mangot, S. Rinaudo (novembre 2005), « Perception séquentielle, cohérence cognitive et primauté du présent sur le futur », Working paper.

## Fiche n°1 :

### Exemple d'une appréciation du risque sur les actions tenant compte de la durée du passif (article 304 de la Directive Solvabilité II)

L'article 304 de la Directive Solvabilité II introduit la possibilité de prendre en compte la durée des passifs pour évaluer le risque à l'actif. En effet, les Etats membres peuvent autoriser les entreprises d'assurance vie qui fournissent des produits d'épargne-retraite, sous certaines conditions, à appliquer un sous-module « risque sur actions » calibré en utilisant une mesure de la valeur en risque sur une période donnée adaptée à la période typique de conservation des placements en actions par l'entreprise concernée. D'après l'avis de l'EIOPA sur cet article (29 janvier 2010), la charge en capital peut alors être ramenée à un minimum de 22%.

Mais cette possibilité est limitée à un cas particulier (les produits d'assurance retraite) et à des conditions relativement restrictives (la durée moyenne des engagements de l'entreprise correspondant à ces activités d'épargne retraite doit excéder 12 ans). Dans ce dispositif, la prise en compte de la durée du passif n'est donc qu'indirecte<sup>8</sup>.

#### **Article 304 Sous-module "risque sur actions" fondé sur la durée** *[les éléments clés du texte sont soulignés par le rapporteur]*

1. Les États membres peuvent autoriser les entreprises d'assurance vie qui :

a) exercent des activités de fourniture de retraite professionnelle, conformément à l'article 4 de la directive 2003/41/CE, ou

b) fournissent des prestations de retraite versées en référence à la mise à la retraite, ou à l'approche de la mise à la retraite, si les primes versées au titre de ces prestations bénéficient d'une déduction d'impôt accordée aux preneurs par la législation nationale de l'État membre ayant agréé l'entreprise d'assurance ;

à condition :

i) que tous les actifs et engagements correspondant à ces activités soient cantonnés, gérés et organisés séparément des autres activités des entreprises d'assurance, sans aucune possibilité de transfert ;

ii) que les activités de l'entreprise visées aux points a) et b), auxquelles s'applique l'approche visée au présent paragraphe, ne soient exercées que dans l'État membre ayant agréé ladite entreprise ; et

iii) que la durée moyenne des engagements de l'entreprise correspondant à ces activités excède une moyenne de douze ans.

à appliquer au calcul du capital de solvabilité requis un sous-module "risque sur actions" qui est calibré en usant d'une mesure de la valeur en risque, sur une période donnée adaptée à la période typique de conservation des placements en actions par l'entreprise concernée, avec un niveau de confiance assurant aux preneurs et aux bénéficiaires un niveau de protection équivalent au niveau prévu à l'article 101, sous réserve que l'approche prévue au présent article ne soit utilisée que pour des actifs et engagements visés au point i). Lors du calcul du capital de

---

<sup>8</sup> Il convient de noter que, en l'état actuel des négociations portant sur la directive Omnibus II, et afin de préserver l'équité de concurrence entre les fonds de pension et les assureurs qui développent une activité de retraite professionnelle au titre de l'article 4 de la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle (directive IRP), il devrait être prévu une période transitoire (a priori jusqu'en 2015) autorisant ces assureurs à continuer à appliquer les dispositions de la directive IRP.

solvabilité requis, ces actifs et engagements sont pleinement pris en compte dans l'évaluation des effets de diversification, sans préjudice de la nécessité de préserver les intérêts des preneurs et des bénéficiaires dans d'autres États membres.

Sous réserve de l'approbation des autorités de contrôle, l'approche exposée au premier alinéa n'est utilisée que lorsque la position en matière de solvabilité et de liquidité, ainsi que les stratégies, les processus et les procédures de déclaration de l'entreprise concernée au regard de sa gestion des actifs et des engagements, sont de nature à garantir, en permanence, que celle-ci est en mesure de conserver des placements en actions pendant une période adaptée à la période typique de conservation des placements en actions par cette entreprise. L'entreprise doit être en mesure de démontrer à l'autorité de contrôle que cette condition est vérifiée avec le niveau de confiance nécessaire pour assurer aux preneurs et aux bénéficiaires un niveau de protection équivalent au niveau prévu à l'article 101.

Les entreprises d'assurance et de réassurance ne reviennent pas à l'approche énoncée à l'article 105, sauf dans des circonstances dûment justifiées et à condition que les autorités de contrôle l'autorisent.

2. La Commission soumet au comité européen des assurances et des pensions professionnelles et au Parlement européen, au plus tard le 31 octobre 2015, un rapport sur l'application de l'approche décrite au paragraphe 1, ainsi que sur les pratiques des autorités de contrôle arrêtées en vertu du paragraphe 1, accompagné, s'il y a lieu, de propositions adéquates. Ce rapport aborde notamment les effets transfrontaliers du recours à cette approche, afin de prévenir, de la part des entreprises d'assurance et de réassurance, un arbitrage entre réglementations. »

## Fiche n°2 :

### Pour une adaptation de la norme IFRS 9 aux spécificités de l'investissement à long terme

Le dispositif proposé par l'IASB au titre du traitement comptable des instruments financiers (IFRS 9 qui constitue une refonte de la norme IAS 39) reconnaît théoriquement l'importance du modèle économique de l'entité puisque celle-ci classe ses actifs financiers d'abord sur la base des objectifs qui ont été définis lors de l'élaboration de son business model, puis en fonction des caractéristiques contractuelles de leurs flux de trésorerie. Ce classement permet de déterminer si un actif financier doit être évalué à la juste valeur ou au coût amorti.

Néanmoins, en pratique, le recours à la notion de modèle économique sert avant tout à limiter la possibilité de recourir au coût amorti. Ainsi le dispositif étend-il encore l'utilisation de la juste valeur par rapport à la norme IAS 39. En particulier, la norme IFRS 9 prévoit que le principe d'une comptabilisation en valeur de marché par résultat soit systématiquement appliqué aux actions notamment, même si ces instruments sont destinés à être détenus durablement compte tenu du modèle économique auquel ils sont liés. Le texte permet certes d'opter pour une comptabilisation par capitaux propres des variations de valeur constatées sur les actions, mais cette option est irrévocable et la performance constatée lors de la cession du titre reste définitivement figée dans les capitaux propres (pas de capitaux propres « recyclables »). Si la comptabilisation en valeur de marché par résultat apparaît difficilement conciliable avec la notion d'investisseur de long terme, la seconde interdit à l'investisseur de long terme de mesurer sa performance réelle.

Dans le cadre de son commentaire sur le projet de norme de l'IASB (21 septembre 2009), l'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) suggère ainsi que le modèle économique soit davantage pris en compte lors de la classification des actifs. Il ne soutient pas la proposition qui exclut tout recyclage de la performance en résultat dans le cas de la comptabilisation par capitaux propres et propose plutôt de prolonger, en la simplifiant, l'approche AFS (Available For Sale) existante, qui reconnaît l'existence de capitaux propres « recyclables ».

Mais, de manière plus satisfaisante, pour que la norme IFRS 9 prenne effectivement en compte les spécificités de l'investissement de long terme, il faudrait créer un troisième portefeuille comptable, en complément des portefeuilles en juste valeur par résultat et en coût amorti, qui serait dédié aux investissements financiers détenus dans une perspective de moyen / long terme et gérés sur la base d'un modèle économique qui ne correspondrait ni à la réalisation de plus values à court terme, ni à la collecte de flux de trésorerie (cf. le commentaire du Conseil National de la Comptabilité sur le projet de norme).

Ce portefeuille pourrait faire l'objet d'une comptabilisation au minimum entre sa valeur historique et sa valeur d'utilité, toute dépréciation constatée sur cette base étant comptabilisée par résultat ; les plus values latentes ne seraient pas comptabilisées, mais ferait l'objet d'une information en annexe. La valeur d'utilité – définie comme la valeur présente des flux financiers attendus de la détention d'un actif (IAS 36) – serait déterminée au regard de l'intention de gestion qui est attachée aux titres et à dire de jugement d'expert.

Une autre solution consisterait à évaluer les titres à leur valeur de marché, à stocker les plus ou moins values latentes en capitaux propres mais à comptabiliser les éventuelles dépréciations déterminées à partir de tests sur la base d'une valeur d'usage en résultats et à « recycler » les plus ou moins values latentes de capitaux propres dans le résultat lors de la cession du titre.

### Fiche n°3 :

#### Les pistes évoquées dans les débats communautaires sur les fonds de pension

Dans le cadre du livre vert sur les retraites publié en juillet 2010, la Commission européenne propose de réviser la Directive de 2003 sur les fonds de pension pour tenir compte de différents éléments nouveaux :

- la survenance d'une crise financière majeure qui a montré l'importance de la réglementation prudentielle,
- l'adoption de la Directive Solvabilité II, qui modifie le cadre prudentiel de référence (la Directive de 2003 reposant sur un cadre inspiré de Solvabilité I),
- le développement des régimes à cotisations définies qui font porter les risques sur les individus,
- le faible développement des activités transfrontalières (objectif visé par la Directive), en partie lié au manque d'harmonisation des cadres réglementaires nationaux.

La consultation sur l'harmonisation des règles de solvabilité applicables aux institutions de retraite professionnelle (IRP), lancée en 2008, a ainsi mis en évidence la nécessité d'aménager le dispositif de Solvabilité II pour tenir compte des spécificités de ces institutions. Parmi les aménagements repris par la Commission dans son compte-rendu des réponses données lors de la consultation, il est possible de citer notamment les préconisations suivantes<sup>9</sup> :

- tenir compte de la nature de long terme des engagements des IRP – l'horizon d'un an pour évaluer leur solidité financière pouvant s'avérer trop court ;
- permettre des périodes de redressement (recovery) plus longues en cas de non-conformité (jusqu'à plusieurs années) ;
- prendre en compte le degré relativement élevé de prévisibilité des flux de financement.

Un appel à avis à destination de l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) a été lancé en avril, qui porte notamment sur la question des aménagements à apporter à Solvabilité II. Un appel à contributions de l'EIOPA sur une partie de cette question vient lui-même d'être ouvert (dans son projet de réponse, paru le 8 juillet, l'autorité rappelle en particulier la nécessité d'une équité de concurrence entre le régime issu de Solvabilité II et celui des IRP). L'avis final de l'EIOPA est attendu pour la fin de l'année.

---

<sup>9</sup> European Commission, mars 2009, « Feedback statement. Consultation on the harmonisation of solvency rules applicable to IORPs covered by the article 17 of the IORP directive and IORPs operating on a cross-border basis. », page 10.





## Conclusions du groupe de travail n°3 :

### Fiscalité de l'investissement de long terme

*Rapporteur : Patrick de Fréminet*

Dans une période où ne semble plus exister aucune marge de manœuvre budgétaire, proposer des mesures fiscales pour favoriser l'investissement de long terme paraît constituer une gageure. Le mot rigueur est devenu le maître-mot. Il se décline plus en majorations fiscales (et ce y compris dépenses fiscales) qu'en réductions de dépenses budgétaires.

En outre, si la préoccupation de préserver au mieux la consommation et le niveau de vie peut se comprendre, elle n'en génère pas moins une politique fiscale au détriment de l'épargne et de l'investissement. On ne peut que mettre en garde sur la limite de ce choix stratégique qui privilégie le court terme sur le long terme.

Avant de formuler quelques propositions modestes indispensables au moins pour que les épargnants gardent sinon confiance du moins espoir, il est nécessaire de situer le cadre politique, fiscal et démographique de l'épargne.

#### I- DANS QUEL CONTEXTE GENERAL SE SITUE LA FISCALITE DE L'EPARGNE ?

Trois points doivent être soulignés concernant respectivement le poids et la répartition de l'impôt, l'instabilité législative fiscale et la réponse au défi démographique.

##### **A- *Peut-on continuer à considérer que les produits de l'épargne et le capital bénéficient d'un régime plus favorable que les revenus du travail et qu'il y a donc lieu de majorer l'impôt des premiers pour l'aligner sur celui des seconds ?***

Ce jugement qui semble inspirer certains politiques surtout depuis 2005 ne correspond pas à la réalité et relève largement de la pétition de principe.

**1/** Tout d'abord, les comparaisons internationales ne corroborent en rien l'idée d'une fiscalité française favorable des produits de l'épargne. L'annexe 1<sup>i</sup> montre que nos taux sur les dividendes sont rarement inférieurs à ceux de nos partenaires, que nos taux de plus-values sont nettement supérieurs. En outre, nous ne disposons pas de larges zones d'exonération totale des plus-values sur valeurs mobilières comme en Allemagne ou en Autriche.

Par ailleurs, nous disposons d'une fiscalité sur le capital qui frappe, entre autres, l'épargne financière à un niveau très supérieur à celui rencontré chez nos voisins (cf. annexe 2). Ainsi, pour la dernière année connue (2008), nous sommes à 3,4% PIB pour une Allemagne à 0,9%, une moyenne européenne à 1,5% et une moyenne OCDE à 1,8%.

**2/** Dans la comparaison, revenus du travail-revenus du capital, certains se limitent à rapprocher 19% (taux fiscal des prélèvements libératoires<sup>1</sup> et des plus-values) du taux de 41% frappant en marginal les revenus d'activité.

Tout d'abord, il s'agit là d'un côté, d'un taux net, et de l'autre, d'un taux marginal. Le taux moyen de droit commun est évidemment bien inférieur.

En second lieu, pour les revenus et produits du capital, fors les revenus fonciers, on ne déduit aucun frais de gestion ou d'acquisition (à la différence du 10% salaires).

En troisième lieu, pour les prélèvements libératoires et les taux forfaitaires (plus-values), il n'y a aucune indexation annuelle, à la différence du barème, neutralisant l'inflation.

En quatrième lieu, pour les plus-values, le gain constaté est un gain théorique facial sans aucune indexation du prix de revient. Certes, les abattements (à partir de six ans pour les plus-values mobilières et immobilières) réduisent l'imposition. En deçà de six ans, l'imposition porte autant sur la plus-value monétaire que sur la plus-value réelle. Au-delà, les abattements sont très faibles pour l'immobilier (il faut attendre trente ans pour l'exonération).

On peut faire un raisonnement comparable pour les intérêts, le taux forfaitaire s'applique à un intérêt nominal sans prise en compte de l'inflation. Le constat est le même dans le cas de l'assurance-vie, le produit soumis à l'IR ou au PFL étant un montant nominal, résultat d'un rendement sur plusieurs années.

Enfin, les prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine n'ont cessé de croître plus vite que ceux sur les revenus d'activité. Partant les deux de 1,1%, ils se sont stabilisés à 8% pour les revenus d'activité dont 5,1% de déductibles (2,9 non déductibles). Pour les revenus de capital, ils atteignent 13,5% dont 5,8% de déductibles, soit 7,7 non déductibles. Ajoutons que pour les prélèvements forfaitaires et proportionnels, il n'y a aucune déduction de PS. On aboutit ainsi à ce jour, et avant prise en compte de la loi de finances pour 2012, à un taux global de 32,5%, ou même dans certains cas de 48,5% (assurance-vie de moins de quatre ans) comparés à un taux global de 46,1 % sur les revenus d'activités.

L'annexe 3 comporte des chiffres de taux nets pour les revenus du patrimoine égaux ou supérieurs aux taux d'IR de droit commun, et bien entendu, des progressions phénoménales. C'est ainsi qu'entre 1989 et 2012, soit en 23 ans, le taux des plus-values sur valeurs mobilières est passé de 17% à 32,5%, soit plus 91,18%. Aucun impôt n'a subi une telle hausse (les taux du barème ont été abaissés sensiblement).

Par ailleurs, on ne peut oublier l'imposition du patrimoine (lourde en France) et le fait que l'épargne trouve sa source dans le revenu après impôt. En bref l'épargne, qui a déjà subi un premier impôt, n'est autre qu'une consommation en devenir, ce qui doit justifier aussi une imposition plus limitée.

***B- L'instabilité législative fiscale et sociale apparaît incompatible avec une épargne longue qui a besoin de la stabilité.***

Les annexes 4 et 5 décrivent les divers régimes d'épargne et leur évolution surtout depuis 2005. Nous nous limiterons ici à quelques exemples significatifs.

De 1966 à 2004, il existait un régime stable de taxation des dividendes avec l'avoir fiscal. Depuis on a connu trois régimes différents, sans compter les modifications ponctuelles.

---

<sup>1</sup> Ce taux devrait être porté à 24% pour les revenus perçus à compter de 2012



Le taux des plus-values de cessions de valeurs mobilières a varié onze fois entre 1989 et 2011. 1989 : 17 % ; 1990 : 18,10 % ; 1992 : 18,75 % ; 1993 : 19,40 % ; 1995 : 19,90 % ; 1997 : 26 % ; 2004 : 26,15 % ; 2005 : 27 % ; 2008 : 29 % ; 2009 : 30,1 % ; 2010 : 30,3% ; 2011 : 32,5% soit une hausse de plus de 91 % en 22 ans avec les prélèvements sociaux.

Le seuil des cessions n'a cessé d'être modifié surtout depuis 1993 (au moins 6 ou 7 régimes distincts) pour disparaître totalement en 2011. Le bouclier fiscal créé en 2006, a été élargi en 2007 puis réduit en 2009 et 2010 pour disparaître en 2011.

Est-il utile d'évoquer les niches fiscales et leur évolution ? Créées dans l'enthousiasme d'orienter l'épargne, elles sont, quelques années après, vouées toutes aux gémonies.

L'incompréhension ne peut être que totale. Le sentiment d'insécurité ne peut que s'aggraver. D'autant plus que les corrections et les hausses se font petit à petit sans aucun regard en arrière. Qu'est-ce qu'un point ou 0,5 ? Mais après cinq, six hausses, on a le sentiment que le mouvement est irréversible, que l'épargne est une source inépuisable de recettes fiscales et sociales sans qu'aucune étude sérieuse ne justifie l'orientation ou ne s'interroge sur ses conséquences.

Par ailleurs il ne se dégage aucun fil conducteur permettant de comprendre la cohérence de l'ensemble. Ainsi certains produits courts, liquides et peu risqués bénéficient de régimes fiscaux plus avantageux que des placements en actions longs et par définition plus risqués qui pourtant permettent tant le financement de l'économie que des retraites.

- Dans ce contexte d'instabilité générale, et en dépit de la hausse continue des prélèvements sociaux, 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. En particulier, ce dernier produit a ainsi su drainer environ 1 300 milliards d'euros sur des contrats qui ont actuellement en moyenne plus de dix ans, et qui représentent désormais le segment le plus important de l'épargne financière longue dans notre pays. Le PEA est évidemment plus modeste, il n'en représente pas moins de 91,7 milliards d'euros mais investis uniquement en actions. De même, au 30 juin 2011, les encours gérés des PERCO s'élèvent à 4,8 milliards d'euros mais avec une progression de 40 % sur un an.

En outre, les produits d'épargne retraite se développent depuis plusieurs années, même s'ils sont encore limités en France en comparaison de nos voisins européens. Il serait donc plus que souhaitable au moins de ne pas aggraver la fiscalité de ces régimes qui ont démontré leur efficacité et qui sont d'autant plus utiles pour notre pays dans la conjoncture actuelle.

### **C- La réponse au défi démographique**

La donnée démographique est devenue majeure, avec l'augmentation de la durée moyenne de la vie. L'heureuse stabilité pacifique de nos sociétés rend la démographie une science encore plus certaine.

La réforme, si difficile, des retraites est directement issue de l'évolution démographique. Nous savons tous que cette réforme n'est pas achevée. Il est clair que la sphère publique, déjà lourdement endettée, ne pourra prendre le relais pour faire face aux nouveaux besoins nés du vieillissement inéluctable de la population, tels par exemple, la dépendance.

Il est évident que seule l'épargne des ménages pourra répondre aux besoins issus de cette réalité démographique. Ne devrait-elle pas inspirer une politique fiscale favorisant l'investissement de long terme ? Les préoccupations du court terme budgétaire semblent pour l'instant l'emporter. Et cependant, on ne peut guère espérer un retournement démographique. L'évolution est définitivement inscrite et c'est à la politique à s'adapter aux grandes tendances démographiques et non l'inverse.

De ce point de vue, deux des mesures de la réforme de la fiscalité du patrimoine du printemps 2011, sur un sujet certes connexe, laissent un arrière goût amer. En effet, alors que gouvernements de droite et de gauche avaient gardé ces mesures, la loi a, d'une part supprimé les abattements pour donation anticipée (30 ou 50%)<sup>2</sup> et, d'autre part porté le rapport fiscal des donations antérieures de six à dix ans. Ces mesures encourageaient les transferts anticipés des héritages, justement pour répondre aux évolutions démographiques qui font que l'on hérite par succession alors que l'on a terminé sa carrière professionnelle, à 60 ou 75 ans.

Amoindrir ces régimes favorables pour financer une baisse de l'ISF, n'est-ce pas sacrifier le long terme au court terme, les mesures structurelles aux conjoncturelles et les générations futures à la génération actuelle ?

Ces orientations sont regrettables et un mauvais signe pour la prise en compte raisonnable des réalités démographiques. Pour ce qui est de l'épargne, c'est une perte de dynamisme en ne donnant pas à des plus jeunes, les moyens d'organiser leur vie familiale et professionnelle (création d'entreprises). Le mouvement des patrimoines est en soi positif.

\*  
\* \* \*

Au terme de cette première partie, il ressort quatre lignes d'action générale :

- d'abord arrêter cette progression inexorable de la fiscalité de l'épargne et du capital présentée à tort comme douce ;
- rétablir la confiance des épargnants en leur permettant de s'engager sur le long terme en abandonnant cette instabilité législative permanente faite de mouvements de « stop and go » de plus en plus accélérés ;
- de mettre en place une cohérence globale du régime d'imposition de l'épargne : les produits longs finançant l'économie devant à l'évidence bénéficier d'une fiscalité plus avantageuse que les produits liquides, courts et peu risqués.
- enfin adapter les dispositifs à la réalité incontournable de l'évolution démographique et de l'incapacité certaine de la sphère publique d'y répondre.

## II- PROPOSITIONS

Le groupe de travail a évoqué de nombreuses voies, certaines très audacieuses. Toutefois, la conjoncture économique, politique et budgétaire l'a conduit à ne retenir que quelques mesures significatives et au demeurant modestes mais structurelles. Il s'agit de délivrer des signes et un message d'espoir en faveur de l'épargne longue et stable. Les symboles sont importants en ce domaine.

Par rapport à la situation actuelle, l'objectif reste évidemment d'accroître la part de l'épargne longue. Encore faut-il consolider celle qui existe déjà et, par voie de conséquence, éviter de durcir le traitement fiscal de produits ou contrats ayant fait preuve de leur efficacité. Enfin, dans le futur, les réformes fiscales devront respecter une cohérence d'ensemble.

Sous cette contrainte, nous distinguerons les mesures concernant les ménages, de celles orientées vers les PME et de celles concernant les grandes entreprises, notamment du secteur financier.

---

<sup>2</sup> Sauf partiellement pour les transmissions d'entreprise.

## **A- Mesures concernant les ménages**

Deux ont plus particulièrement retenu l'attention du groupe. La première est d'encourager les particuliers de condition modeste, à conforter leur épargne moyenne ou longue.

**1/** On note une claire orientation pour privilégier la liquidité encouragée par un statut fiscal et social exceptionnel (livret A..). Il faudrait que, de manière générale, plus l'épargne est à long terme, plus elle doit être encouragée fiscalement.

En second lieu, les épargnants modestes ont perdu une part importante de leurs avantages pour la détention de valeurs mobilières. C'est ainsi que le modeste crédit remboursable de 115-230 euros sur les dividendes très largement compensatoire pour les contribuables exonérés d'IR ou très faiblement imposés, a disparu. De même, le seuil des cessions de valeurs mobilières (25 830 euros) leur permettant d'échapper au taux de 32,5% d'imposition des plus-values a été supprimé. Ainsi la plus-value est taxable dès le premier euro au taux obligatoire de 32,5%, voilà de quoi de décourager des contribuables exonérés d'IR par ailleurs.

Il est suggéré de rétablir le crédit d'impôt de 115-230 euros mais de le réserver aux ménages disposant de moins de 1525-3050 euros de dividendes, d'un revenu n'excédant pas la limite de la tranche à 14% (26 420 euros) et non redevables de l'ISF.

Par ailleurs, s'il paraît difficile de rétablir un seuil des cessions, on pourrait offrir aux contribuables dont le revenu n'excède pas la limite de la tranche à 14%, la possibilité d'opter pour l'IR pour l'imposition de leurs plus-values.

Ces mesures, ciblées pour en réduire le coût, visent à ne pas décourager les ménages modestes de s'orienter vers l'épargne actions notamment. Il s'agit là, à la fois, de mesures équitables et de mesures éducatives tournées vers les jeunes ménages. Ce sont eux qui seront les actionnaires de demain ; or s'ils n'ont pas été en contact avec les valeurs mobilières, jeunes et débutant dans la vie, il est peu probable que, la réussite venant, ils s'y orientent spontanément.

**2/** La deuxième orientation en faveur des ménages est plus vaste et complexe.

D'une manière générale, la sécurité fiscale reste un impératif pour tous les placements de moyen ou long terme. Dès lors qu'il y a engagement dans la durée avec la perspective d'un « produit » à réaliser – et donc à imposer à l'échéance, il importe que l'Etat s'abstienne de modifier en cours d'engagement les conditions fiscales de la sortie. Pour autant, l'expérience en témoigne, cette règle n'est pas toujours respectée. En outre, elle se heurte aujourd'hui à la montée en puissance régulière des prélèvements sociaux.

Il s'agit de faire bénéficier d'une garantie de stabilité fiscale et sociale, un certain volume d'épargne. Ce volume pourrait au sein d'un engagement contractuel être affecté à plusieurs produits ou supports d'épargne (actions, obligations de long terme...), et ce, que la détention soit directe ou indirecte.

Ce volume, bloqué pendant un certain temps à fixer, bénéficierait de la part de l'Etat d'un engagement sur une fiscalité et les prélèvements sociaux sans changement concernant les produits de cette épargne. Il ne s'agit pas d'une exonération mais d'un « stand-still » fiscal et social. Il faudrait que, d'une manière générale, plus l'épargne est à long terme, plus elle soit encouragée fiscalement.

Si, pour la première mesure ci-dessus, l'aspect éducatif était du côté des ménages, pour la seconde, il serait plutôt du côté des autorités publiques peu orientées vers une contractualisation *a priori* de la fiscalité.

## **B- Mesures concernant les PME**

En ce domaine, et indépendamment des sujets fiscaux, il est nécessaire de bien intégrer les caractéristiques et problématiques propres de ces opérateurs.

La première mesure est d'ordre général et vise à orienter les investisseurs vers les PME, la seconde est plus ciblée sur la création d'entreprises et les actionnaires participants directs.

1/ les deux dispositifs existants de crédit d'impôt concernant l'un l'ISF, l'autre l'IR ne se cumulent pas sur les mêmes augmentations de capital. Ils ont démontré une réelle efficacité à l'égard de sociétés privées de l'accès aux marchés et de plus en plus aux crédits bancaires.

Or, ces mécanismes ont été réduits en importance au nom de la lutte contre les niches fiscales. Il nous semble que le risque pris par les investisseurs et l'absence à long terme de toute liquidité de l'investissement sont de nature à justifier sinon le rétablissement total des réductions d'impôt, du moins une amélioration du régime actuel (plafonds et taux de réduction).

La seconde mesure positive serait d'admettre pour l'ISF ce qui existe pour l'IR en autorisant le report sur deux ou trois ans des versements excédant soit la cotisation ISF de l'investisseur, soit le montant de 45 000 euros. Ainsi, on éviterait un « saucissonnage » fiscal des augmentations de capital et on permettrait aux sociétés d'obtenir plus rapidement les capitaux nécessaires. Les libérations d'actions étalées dans le temps sont sources de conflits et d'incidents.

La troisième mesure est plus novatrice mais répond à un véritable besoin exprimé par les PME, beaucoup d'entre elles considérant que la voie d'avenir en matière de financement passe par les obligations. Elle consisterait à ouvrir les réductions d'impôt IR et ISF à des investissements longs en produits obligataires (obligations en direct ou groupées pour plusieurs entreprises détenus en direct ou via des OPCVM). En effet, les PME peuvent hésiter à augmenter trop leur capital devant le risque de voir le contrôle échapper aux fondateurs. D'un autre côté, les banques vont rencontrer plus de difficultés à s'engager sur des crédits d'équipement de longue durée.

Bien entendu, les produits obligataires devraient être clairement définis et conservés jusqu'à leur terme.

2/ Il est suggéré de s'inspirer de régimes étrangers (notamment pays anglo-saxons) pour développer la création d'entreprises à croissance rapide (dites gazelles) traditionnellement trop faibles en France. Il s'agit de permettre à des sociétés d'atteindre un capital de l'ordre de deux millions d'euros, niveau de nature à intéresser les fonds externes.

L'idée serait de prendre appui sur la mesure existante d'option pour le statut de société de personnes créé en 2009 (art. 239 bis AB du CGI). Ce régime, inspiré d'un régime américain, est trop limité dans le temps et surtout ne permet l'imputation des déficits sur le revenu global que pour les actionnaires dirigeants fondateurs et non pour l'investisseur personne physique non professionnel. En effet, cette imputation n'est pas possible sur le revenu global, mais uniquement sur des revenus de même nature, c'est-à-dire non professionnels.

Cette modification légère est certainement peu coûteuse, elle consiste à transformer ces revenus ou déficits en revenus professionnels ordinaires.

## **C- Mesures concernant les entreprises, notamment du secteur financier**

La première mesure concerne toutes les entreprises et est relative aux dividendes hors régime mère. La seconde est spécifique aux entreprises du secteur financier et liée aux régulations prudentielles et comptables.

## 1/ Régime des dividendes

La disparition de l'avoir fiscal (2005) a pénalisé gravement les entreprises pour leur portefeuille de placement. En effet, jusque là pour leurs dividendes imposables à l'IS au taux de droit commun, elles disposaient d'un avoir fiscal égal à cet impôt. Il y avait donc une neutralité a priori totale en situation bénéficiaire.

Dans le nouveau régime, elles font face à une totale double imposition puisqu'à la différence des particuliers, elles ne disposent d'aucun abattement compensant l'IS payé par la société distributrice.

Très concrètement, (cf. annexe 5 p.1), et avant prise en compte de la nouvelle surtaxe de 5% prévue par la loi de finances pour 2012, leur taux d'imposition s'élève à 57.01%, ce qui est totalement confiscatoire et bien au-dessus de l'ancien 50%.

Nous suggérons d'attribuer aux sociétés au moins l'abattement de 40% dont bénéficient les particuliers. Il serait même meilleur d'accorder à toutes les sociétés le régime-mère, comme c'est le cas dans certains pays.

## 2/ Entreprises financières

Des travaux du groupe 2, ressort une préconisation visant à permettre aux investisseurs institutionnels (caisse de retraites, assureurs...) de constituer une provision – ou une réserve – d'égalisation dont l'objet serait de couvrir les risques de leurs placements.

En effet, de par la nature de leurs activités et la nécessité de diversifier leurs investissements, ces investisseurs sont plus particulièrement exposés aux risques d'actifs (défaillance d'un émetteur, volatilité des marchés financiers...). Un tel événement se traduit par la constatation de dépréciation par voie de provision ou par la réalisation de moins-values qui peuvent représenter des montants très importants et vont grever lourdement l'exercice en cause. Cette concentration de l'effet dépressif est encore plus inopportune – et perturbante pour le marché – si elle intervient dans un contexte de turbulence boursière, et donc à un moment où le rôle stabilisateur de ces intervenants institutionnels est particulièrement important.

L'idée est donc de mettre en place un mécanisme prudentiel contra-cyclique sur les placements, constitué progressivement, et destiné à couvrir, le moment venu, les charges nées de ces dépréciations ou moins-values sur placements.

Il importe en parallèle de retenir un traitement fiscal adapté pour ce mécanisme.

## **CONCLUSION**

L'expression selon laquelle « Il ne fallait pas désespérer Billancourt » avait fait florès dans le passé. Nous serions tentés de considérer, qu'au goût du jour, il ne faut pas plus désespérer la veuve de Carpentras et plus largement tous les épargnants. La crise boursière et financière s'est déjà largement chargée de réduire leurs moyens et leur nombre.

Tel est le sens du premier message que nous souhaitons adresser aux pouvoirs publics. Il faut absolument cesser de donner l'impression que la montée des eaux fiscales et sociales est inéluctable pour l'épargne longue, notamment financière. La stabilité fiscale et la sécurité justifient tant un arrêt des mesures négatives que la création de zones de sécurité fiscale et sociale durables.

Le second message est de répondre aux enjeux d'avenir en encourageant les épargnants modestes d'aujourd'hui à se familiariser avec des placements longs, qui leur paraissent obscurs et risqués.

L'autre préparation de l'avenir est d'essayer de répondre aux inéluctables évolutions démographiques (retraite-dépendance) par une épargne à long terme, complétant les assurances publiques par exemple en mettant en place un régime de faveur au profit des placements longs en actions, ou en améliorant le régime fiscal des rentes viagères.

Le troisième message est de favoriser la création et la croissance des PME dont le tissu est faible traditionnellement en France et qui rencontrent d'énormes pour ne pas dire d'insurmontables difficultés tant pour accéder aux marchés que pour obtenir des financements bancaires. Il serait donc indispensable de développer des modes de financement alternatifs et novateurs pour ces opérateurs (notamment obligations)

Le quatrième message est tout à la fois de cesser de pénaliser les placements en actions des entreprises en général et de permettre aux entreprises financières par une provision d'égalisation de couvrir les risques de leurs placements.

Les propositions demeurent modestes, contexte budgétaire oblige, elles peuvent parfois paraître même symboliques. Mais les symboles sont éducatifs. De plus, quand les mesures suggérées s'appuient sur des préoccupations de long terme, nous pensons qu'elles valent la peine d'être prises en compte.

---

<sup>i</sup> Les annexes mentionnées dans le corps du texte seront transmises aux personnes intéressées sur simple demande à : francois.calonne@caissedesdepots.fr



## Liste des contributeurs

- Mme Marie-Pascale **Antoni** (MEDEF)
- M. Robert **Baconnier** (Association Nationale des Sociétés par Actions)
- M. Jean-Claude **Banon** (Business Europe)
- Mme Sophie **Barbier** (Caisse des Dépôts)
- Mme Aurélie **Besloin** (Société Générale)
- M. Pierre **Bollon** (Association Française de Gestion Financière)
- M. Yanick **Bonnet** (Groupement des Entreprises Mutuelles d'Assurances)
- M. Christophe **Bourdillon** (Caisse des Dépôts)
- M. Jérôme **Brunel** (Crédit Agricole SA)
- Mme Delphine **Charles-Péronne** (Association Française de Gestion Financière)
- Mme Céline **Choulet** (BNP Paribas)
- M. Mikael **Cohen** (CNP Assurances)
- Mme Laure **Delahousse** (Association Française de Gestion Financière)
- M. Pierre-Michel **Deléglise** (Groupama Private Equity)
- M. Vincent **Dumont** (Crédit Agricole SA)
- M. Aurélien **Fattore** (GDF Suez)
- M. Patrick de **Freminet** (Association Nationale des Sociétés par Actions),  
*rapporteur du groupe de travail n° 3*
- Mme Clémentine **Gallès** (Société Générale)
- M. Nicolas **Gaubert** (FNTP)
- M. Christian **Gissler** (CNP Assurance)
- M. Fabrice **Guenoun** (Groupement des Entreprises Mutuelles d'Assurances)
- M. Marc **Haestier** (GdF Suez)
- M. Philippe **Haudeville** (Association Française des Investisseurs Institutionnels)
- Mme Isabelle **Huard** (Fédération Bancaire Française)
- M. Didier **Janci** (Caisse des Dépôts), *rapporteur du groupe de travail n° 1*
- M. Pierre-François **Koehl** (Caisse des Dépôts), *rapporteur du groupe de travail n° 2*
- M. Gilles **Koleda** (COE Rexecode)
- M. Michel **Labeaume** (Société Générale)
- M. Bertrand **Labilloy** (Fédération Française des Sociétés d'Assurance)
- Mme Isabelle **Laudier** (Caisse des Dépôts)
- M. Vincent **Lebrun** (CNP Assurances)
- Mme Catherine **Le Corre** (CNP Assurances)
- Mme Agnès **Lépinay** (MEDEF)
- Mme Delphine **Mayeux** (Association Française des Investisseurs en Capital)
- Mme Chloé **Magnier** (Association Française des Investisseurs en Capital)
- M. Olivier **Mareuse** (Caisse des Dépôts)
- Mme Christine **Martins-Pinto** (Association Française des Investisseurs en Capital)
- M. Christian **Martin** (BNP Paribas)
- M. Laurent **Nahmias** (BNP Paribas)
- M. Carlos **Pardo** (Association Française de Gestion Financière)
- M. Eric **Pagniez** (Association Française de Gestion Financière)
- M. Paul **Perpère** (Association Française des Investisseurs en Capital)
- M. Jean-Michel **Pinton** (CNP Assurances)

- M. Vincent **Piron** (Consultant)
- M. Laurent **Quignon** (BNP Paribas)
- M. Pierre **Reynier** (Fédération Bancaire Française)
- M. Philippe **Robin** (CNP Assurances)
- M. Alexis **Rostand** (Fédération Française des Sociétés d'Assurance)
- M. Hubert **Sueur** (Veolia)
- M. François **Tallon** (Fédération Française des Sociétés d'Assurance)
- M. Jean **Tricou** (Fédération Bancaire Française)
- M. Jean-Paul **Valuet** (Association Nationale des Sociétés par Actions)
- Mme France **Vassaux** (Association Française des Investisseurs en Capital)
- *Secrétariat des groupes de travail* : François **Calonne** (Caisse des Dépôts)





# Assises nationales du financement du long terme

17 novembre 2011

GRUPE



association française  
des investisseurs  
institutionnels



Profession  
Actionnaire



BANQUE ET ASSURANCES



FEDERATION  
BANCAIRE  
FRANCAISE



GDF SUEZ



MEDEF

