

# Le capital patient

## Un horizon pour la France et pour l'Europe

Par Abdeldjellil Bouzidi<sup>1</sup>, Thomas Chalumeau<sup>2</sup>,  
Camille E.<sup>3</sup>, David P.<sup>4</sup>, Joël Ruet<sup>5</sup>

Le 12 mai 2016

*Le capitalisme court-termiste est dénoncé à la fois sur le terrain de la performance (le capitalisme financier dominant est jugé de moins en moins performant, c'est-à-dire capable de créer de la valeur et de la richesse pour tous) et de son acceptation sociale, du fait notamment d'une prise en compte croissante des dommages sociaux et environnementaux de ce modèle. Le capital patient s'inscrit, lui, dans une perspective de long terme : il est remis au service du financement des besoins essentiels (infrastructures, innovation et accès aux ressources rares) au bénéfice de tous, sans sacrifier les générations futures. En un mot : le capital comme moyen et non plus comme fin.*

*Terra Nova présente ici les contours de cette révolution encore silencieuse et propose cinq réformes clés, dans les champs institutionnels, juridiques et de la gouvernance des entreprises, visant à l'accélérer.*

*Notre première recommandation propose la discussion et l'adoption par le parlement, au début de chaque législature, d'un document d'orientation des politiques industrielles et du financement des grands besoins de l'économie (infrastructure, transformation écologique) assise sur une vision longue de ces besoins et servant de cadre de référence pour les acteurs économiques. Ce document serait débattu en amont par toutes les parties prenantes. Adopté par loi organique, ses grandes orientations (relance des investissements dans les infrastructures, transition écologique et numérique) s'appliqueraient à l'ensemble des investisseurs publics français.*

*L'évolution vers un capitalisme patient doit aussi s'appliquer dans la gouvernance des entreprises. Nous recommandons dans ce cadre la création d'une agence*

<sup>1</sup> Responsable du pôle économie de Terra Nova.

<sup>2</sup> Membre fondateur de Terra Nova.

<sup>3</sup> Spécialiste du financement des entreprises.

<sup>4</sup> Fonctionnaire.

<sup>5</sup> Chercheur CNRS-CEPN-Paris 13 et Chercheur associé CNRS-i3-CRG-Ecole Polytechnique.

*indépendante de conseil en vote publique, qui matérialiserait cette orientation et à laquelle chaque citoyen (ou investisseur privé) pourrait céder ses droits de vote tout en gardant la propriété de son action. Une telle proposition, qui n'a encore jamais été mise en œuvre en Europe, permettrait de résoudre le problème de dilution des petits actionnaires et leur désengagement tout en réduisant la pression court-termiste s'exerçant sur les dirigeants.*

*Nous proposons également, à destination des investisseurs institutionnels et individuels privés l'extension du mécanisme des droits de vote double dès leur entrée au capital qui permet de consolider l'actionnariat stable par rapport aux investisseurs de court terme. La condition serait un engagement, ex ante, de garder les actions pendant deux ans au moins à travers la signature d'un pacte d'actionnaires, envoyant ainsi un signal clair aux dirigeants de l'entreprise quant à la stabilité de leur structure actionnariale.*

*La révolution du capitalisme patient nécessite ensuite une réallocation de l'épargne des ménages vers l'investissement de long terme dans les entreprises, une réforme de l'épargne en faveur du risque « actions », une mobilisation des acteurs institutionnels de la retraite et de la prévoyance en France (FRR, caisses de retraite), ainsi que la mise en œuvre de nouveaux outils de financements longs (dette perpétuelle, mécanisme d'association au capital public et privé comme l'augure le Plan Juncker en Europe, émissions obligataires souveraines carbone et/ou vertes, etc.) pour permettre la création d'un fonds souverain européen, comme l'ont fait d'autres grands Etats dans le monde. Ce fonds serait dédié au financement de la transition écologique et aux investissements dans les infrastructures stratégiques et doterait l'Europe d'une force de frappe financière cruciale à l'heure où on estime à plus de 300 milliards d'euros le déficit d'investissements en Europe d'ici 2020.*

*Afin de favoriser une meilleure allocation des capitaux vers le financement des infrastructures stratégiques efficaces énergétiquement et plus généralement vers l'économie verte, nous proposons que les institutions financières mettent en place des charges en capital d'autant plus fortes que les risques à long-terme auxquels nous faisons collectivement face (liés au changement climatique) sont élevés. Ces charges seraient obtenues grâce au calcul de « stress scénarios » axés sur le long terme.*

*Le chantier de la transition vers le capitalisme patient peut sembler considérable. Il est en réalité à portée de main, car la plupart de ces évolutions sont en germe dans les pays de l'OCDE. A l'Europe de leur en donner toute la portée. La relance de l'économie européenne, et la mise en place d'un avantage concurrentiel durable par l'investissement et l'innovation, sont à ce prix.*

Beaucoup de Français et d'Européens dressent aujourd'hui le constat d'une forme d'épuisement du modèle de croissance qui a prévalu ces dernières décennies, et plus largement d'un capitalisme court-termiste et peu responsable vis-à-vis des générations futures qui l'a accompagné.

Cette mise en cause s'exprime sur le terrain à la fois de la performance (le capitalisme financier dominant est jugé de moins en moins performant, c'est-à-dire capable de créer de la valeur et de la richesse pour tous) et de son acceptation sociale, du fait notamment d'une prise en compte croissante des dommages sociaux et environnementaux de ce modèle.

Face à ce constat, un nouveau modèle émerge, déjà visible en Europe mais aussi dans d'autres pays de l'OCDE<sup>6</sup>, même s'il est encore discret : le capitalisme patient<sup>7</sup>.

Quel en est le principe ? Il ne s'agit pas de rejeter le capital en tant que tel : le capitalisme continue à créer de la richesse même si ses fruits sont mal répartis ; les dégâts de long terme qui lui sont associés sont de plus en plus visibles. Il s'agit de considérer qu'il n'a de sens et d'avenir qu'inscrit dans une perspective de long terme et remis au service du financement des besoins essentiels (infrastructures, innovation et accès aux ressources rares) au bénéfice de tous, sans sacrifier les générations futures. En un mot : **le capital comme moyen et non plus comme fin**<sup>8</sup>.

Terra Nova présente ici les contours de cette révolution encore silencieuse et propose cinq réformes clés, dans les champs institutionnels, juridiques et de la gouvernance des entreprises, visant à l'accélérer. Des réformes susceptibles de se traduire par un apport en capital supplémentaire de long terme de près de 10 milliards d'euros par an et à nos entreprises - soit chaque année l'équivalent du troisième programme d'investissement d'avenir (PIA) qui vient d'être annoncé par le gouvernement –

---

<sup>6</sup> Ainsi, en Allemagne, les entreprises disposent d'un meilleur accès aux capitaux patients, la forme institutionnelle de l'économie de marché coordonnée allemande permettant un accès au financement sans disposer nécessairement des données financières publiques et accessibles. Les entreprises allemandes peuvent donc investir dans les projets générant des rendements uniquement sur un horizon de long terme. Le système financier allemand est relativement moins dépendant de critères purement « bilanciaux » et comptables. Les investisseurs disposant de capacités de suivi des entreprises et d'informations « privées » elles-mêmes liées aux réseaux mettant en relation les dirigeants et le personnel technique aux parties prenantes à l'extérieur de la firme et permettant de partager les informations sur l'évolution de l'entreprise (voir Hall et Soskice, *Varieties of Capitalism, The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, 2004).

<sup>7</sup> Voir le rapport du groupe de réflexion présidé par Jacques Attali, « Pour une économie positive », Fayard/La documentation française, 2013

<sup>8</sup> Les travaux de Hughes, *Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK*, University of Cambridge, 2013, démontrent que les économies disposant de structures coordonnées et de plus de capitaux patients, comme l'Allemagne, sont plus productives en termes d'investissements en Recherche & Développement (R&D) et en innovation. Ainsi les économies américaines et anglaises, libérales de marché et ayant donc moins accès aux capitaux patients, font face à des défis majeurs en termes de financement de la R&D à long terme. Dans le cas anglais, l'auteur note un court-termisme très prononcé dans l'économie anglaise, *a fortiori* en comparaison avec l'économie allemande ou japonaise. Ceci implique un biais négatif en défaveur de l'investissement de long terme et de l'innovation dans l'industrie manufacturière. L'auteur note également une plus grande dilution des actionnaires dans l'économie anglaise, ce qui réduit la résistance des entreprises à la pression court-termiste des marchés financiers. La myopie des investisseurs anglais ou américains affecte même le « *venture capital* » où les exigences de rendements dans ces pays sont plus élevées qu'en France, aux Pays-Bas ainsi qu'en Belgique.

au service de l'investissement et de l'emploi. Ces capitaux permettraient d'augmenter jusqu'à un demi-point de PIB la croissance tendancielle de notre pays à moyen terme.

### La revanche du temps long

Depuis plusieurs décennies, les entreprises cotées et les investisseurs ont une perspective temporelle marquée par une préférence pour le court terme. L'horizon du capitalisme est ainsi devenu trimestriel du fait, notamment, des normes comptables et d'exigences de rendements de plus en plus élevées.

Or, s'il est possible de générer des profits à court terme, comment peut-on envisager l'innovation, l'investissement et la création durable de valeur sans un horizon de long terme ?

Le président de l'un des plus gros investisseurs institutionnels privés au niveau mondial<sup>9</sup> avec près de 4 600 milliards de dollars gérés<sup>10</sup>, ne s'y est pas trompé en adressant il y a quelques semaines une lettre aux dirigeants de 500 des plus grandes entreprises mondiales<sup>11</sup> leur enjoignant de consacrer moins de temps à la justification de leurs résultats trimestriels pour privilégier les objectifs de long terme<sup>12</sup>.

Au-delà des grandes entreprises et investisseurs, une étude centrée sur les nations a démontré que les pays disposant « collectivement » d'une vision à long terme avaient un PIB par tête plus élevé<sup>13</sup>. Or, que font ces pays ? Ils ont une vision et une réflexion prospective qui les conduits souvent à encourager et accompagner l'investissement du secteur privé dans l'innovation et les secteurs stratégiques (nouvelles technologies, biotechnologies, etc.). L'Allemagne est ainsi classée comme première puissance<sup>14</sup> selon ce critère de vision et d'orientation de long terme.

C'est le paradigme du « capitalisme patient » dont l'horizon de long terme révèle aussi certains des enjeux fondamentaux de nos sociétés<sup>15</sup>, qui demeurent invisibles à l'échelle du « capitalisme trimestriel ».

---

<sup>9</sup> Larry Fink, Président du fonds BlackRock.

<sup>10</sup> Soit près de 1,6 fois le PIB de la France.

<sup>11</sup> Dont quelques 20 entreprises françaises.

<sup>12</sup> Plus précis, il invite ces dirigeants à ne pas abuser des versements de dividendes et des rachats d'actions, marqueurs du capitalisme impatient en rappelant que « *sur le long terme, les questions environnementales, sociales ou de gouvernance – qui vont du réchauffement climatique à la diversité des conseils d'administration – ont un impact financier réel et quantifiable* ».

<sup>13</sup> Cette étude originale est basée sur l'exploitation par pays des données agrégées et utilisées lors de requêtes effectuées sur le moteur de recherche Google. Ces pays ayant ensuite été classés en fonction de leur perspective temporelle et puis selon leur PIB par habitant. Pour plus de détails voir les travaux de Noguchi, Stewart, Olivola, Moat et Preis, *Characterizing the Time-Perspective of Nations with Search Engine Query Data*, PLOS ONE, 2014

<sup>14</sup> En 2012. La Suisse et le Japon suivent sur le podium. La France est classée 5<sup>ème</sup> et les derniers pays sont le Vietnam et le Pakistan. Voir les travaux de Preis et Moat, *Quantifying the Advantage of Looking Forward*, Scientific Reports, 2012

<sup>15</sup> Environnement, société et gouvernance.

**La France, du fait de son histoire particulière, construite autour d'un Etat organisateur du long terme, peut et doit être à l'initiative d'un capitalisme patient, qui serve de référence en Europe et dans le monde.**

Notre pays possède en effet l'avantage de disposer d'un Etat fort, doté de capacités de prospective respectées, susceptible d'investir à long terme dans l'économie, d'investisseurs institutionnels solides et de l'un des taux d'épargne des ménages les plus élevés en Europe, capable de s'investir au capital de nos entreprises.

Nous proposons donc que la France mette en place le cadre légal, fiscal et financier encourageant la mise-en-œuvre d'un capitalisme plus patient, autour de cinq recommandations concrètes s'adressant aux acteurs majeurs du capitalisme (l'Etat, les actionnaires individuels, les institutionnels publics et institutionnels privés).

Face aux limites d'un capitalisme instable et de court terme, qui suit les mouvements incessants du marché sans s'apercevoir que c'est lui-même qui les détermine, la construction d'un capitalisme patient sera demain encore plus qu'aujourd'hui un atout en termes de compétitivité dans la mondialisation.

A l'Europe de s'en saisir – *a fortiori* étant donné son déficit d'investissement<sup>16</sup> – et d'en faire un axe fort de la construction européenne, par un ensemble de réformes et d'évolutions que nous recommandons ici.

## **INTRODUCTION - DE L'URGENCE DE REFORMER LE CYCLE COURT DU CAPITALISME**

Trois raisons justifient l'urgence de réformer le capitalisme pour le rendre plus patient. D'abord, ce début de XXI<sup>e</sup> siècle est marqué par des besoins de financement à long terme colossaux tant pour les économies développées que pour les économies émergentes. D'ici 2030, le Programme des Nations Unies pour l'environnement estime à 16 000 milliards de dollars les besoins d'investissements annuels « verts » et résilients<sup>17</sup>. Du côté des capitaux disponibles, « *quantitative easing* » oblige, ces derniers n'ont jamais été aussi abondants. Le total des capitaux financiers atteindra même 900 000 milliards de dollars en 2020, soit plus de neuf années de PIB mondial<sup>18</sup>, selon certaines estimations<sup>19</sup>.

Pourtant, paradoxe de notre époque, ces capitaux n'ont jamais été aussi impatients et orientés vers le court terme. C'est vrai pour les marchés et les entreprises<sup>20</sup>. C'est également vrai pour les Etats.

---

<sup>16</sup> Bien que la crise financière de 2008 soit derrière nous, l'Europe souffre d'un déficit de l'investissement de l'ordre de 15 % annuellement par rapport au niveau d'avant crise, générant lui-même des problèmes de croissance.

<sup>17</sup> Harris, *The Financial System We Need, aligning the finance system for sustainable development*, UNEP, 2016

<sup>18</sup> Le PIB mondial en prix courants (*Global Gross Domestic Product*) est estimé par Statista à 96 193 milliards de dollars en 2020.

<sup>19</sup> Soit une croissance de 50 % depuis 2010. Voir Bain report, *A world awash in money*, 2012

<sup>20</sup> La durée de détention moyenne des actions américaines, incluant l'ensemble des places financières internationales, n'a été que de 17 semaines en 2015 ! En 2009, ce niveau était même tombé à neuf semaines. Ce

La plupart de ces derniers ne distinguent pas les dépenses d'investissements, *a fortiori* longs, des dépenses de fonctionnement. **L'annualisation de la dépense publique est à la stratégie politique de l'Etat ce que la trimestrialisation est aux entreprises : sous couvert de la lisibilité et de la régulation, une tyrannie du court terme.**

Ensuite, l'un des ressorts fondamentaux de la crise de 2008, dont nous continuons à subir les conséquences, est cette « impatience du capital ». Impatience provoquée par de multiples facteurs : exigences de rendements sur fonds propres beaucoup trop élevées – déjà présentes avant la crise mais que les outils du « *quantitative easing* » ont maintenues sous perfusion artificielle – nouvelles mesures comptables et prudentielles favorisant de manière excessive le court plutôt que le long terme.

Or, un capital impatient ne peut générer que des entreprises impatientes, sélectionner ces dernières aux dépens de celles qui ont besoin de temps pour déployer leur modèle et leurs innovations, et au sein des entreprises freiner *ex ante* les investissements transformationnels<sup>21</sup>. Ces entreprises, *a posteriori*, auront raté le coche ou paieront au prix fort des investissements qu'elles auraient pu effectuer pour elles-mêmes<sup>22</sup>. Plus grave encore du point de vue de l'utilité publique, de nombreux marchés liés à la transition écologique par exemple restent à créer par une politique de l'offre. Ceux-ci risquent tout simplement de ne pas voir le jour, ou *a minima* de voir leur essor décalés. Au final, l'Europe risque de ne pas figurer à la place à laquelle elle pourrait pourtant prétendre.

**Bref, l'impatience conduit à une mauvaise allocation du capital.** Ce capital s'oriente vers les actifs immobiliers plutôt que vers l'investissement productif, les énergies fossiles plutôt que renouvelables et les produits dérivés plutôt que les prêts à l'économie. À l'inverse, un capital patient orientera plus facilement les financements vers des investissements productifs, des infrastructures stratégiques ainsi que la transition énergétique. Cela serait d'autant plus précieux qu'à tous ces secteurs est associé un besoin de savoir-faire et de formation, qui dynamiserait l'emploi.

Enfin, le temps presse car l'Europe va mal.

Dans les années qui viennent, la croissance sera, dans le meilleur des cas, atone et la concurrence des pays émergents de plus en plus exacerbée<sup>23</sup>. Et ce, alors même que les questions sur l'avenir de

---

chiffre n'inclut même pas les fonds dits « *Exchange Traded Funds* » dont la durée de détention moyenne est de 29 jours. Voir Zweig, « Why Hair-Trigger Traders Lose The Race », *The Wall Street Journal*, 2015. De plus, selon l'OCDE la durée de détention moyenne d'une action s'est réduite de un à trois ans dans la plupart des pays de l'OCDE entre 1990 et 2010. Cette baisse est plus marquée sur des historiques plus profonds. Ainsi, sur le New York Stock Exchange (NYSE), la durée de détention moyenne est passée de cinq ans dans les années 1980 à cinq mois en 2010. Voir Croce, Stewart et Yermo, « Promotion long-term investment by institutional investors: selected issues and policies », *OECD journal*, Volume 2011 - Issue 1

<sup>21</sup> C'est-à-dire des investissements permettant la réorganisation des modèles d'affaires.

<sup>22</sup> Sur le marché des technologies par exemple ou par un retard à l'entrée dans de nouveaux marchés ; et, paradoxalement, ce sont souvent les entreprises « leaders », les plus adaptées à un environnement à un instant donné, qui, bien que dotées des capacités innovationnelles, se montrent frileuses et se retrouvent en faillite lors de l'avènement de la génération technologique suivante.

<sup>23</sup> Voir les travaux de France Stratégie, « La croissance mondiale d'une décennie à l'autre », 2016

l'Union européenne et de la zone euro s'accroissent (divergences nord-sud, risque de Brexit, divisions sur la question des réfugiés,...).

L'essence du capitalisme réside dans la mobilisation du capital financier, quel rôle pourrait jouer le système financier dans le passage à un capitalisme plus patient ?

### **Le capitalisme patient et la finance**

La mise en place d'un « capitalisme patient » passe d'abord par le secteur financier, détenant le capital financier et qui doit mieux prendre en compte le long terme<sup>24</sup>.

On l'oublie trop souvent, mais « la » finance recouvre des réalités extrêmement nombreuses, et des acteurs aux caractéristiques et objectifs multiples. Sauf à inventer des classes d'actifs spécifiques, et à favoriser certains déjà plus patients, un point commun toutefois rassemble les acteurs financiers : leur rapport au temps, lui-même reflet des exigences de rendements des actionnaires.

Les fonds de pension publics ou privés, les assureurs et les fonds souverains (pour ne citer qu'eux) constituent intrinsèquement des acteurs de « long terme », investissant dans ces classes d'actifs du capital patient, pour peu que les règles prudentielles, comptables et fiscales (les régulations qui caractérisent, à partir des classes de capitaux, la nature d'un capitalisme donné) les laissent jouer ce rôle. À l'inverse, les activités de trading dites pour « compte-propre » dont le trading haute fréquence, ont des horizons très court-termistes. Entre les deux extrêmes, se situent les autres institutions financières : banques, gestionnaires d'actifs et *hedge funds*. L'ensemble de ces acteurs reste toutefois influencé par la nature des actionnaires et leurs exigences de rendements, la régulation, ou encore les normes comptables et l'appétit au risque, tous devant *in fine* se positionner en rapport à une dynamique générale qui, à partir d'une variété de classes d'actifs existants, forment au final un type de capitalisme.

Ces facteurs dessinent aujourd'hui la frontière entre les acteurs de court et de long terme, et finalement déplacent le curseur vers la création par les acteurs financiers de classes d'actifs plus ou moins longs, et force est de constater que le court terme semble avoir pris le pas sur le long terme, dans une forme de « *Blitz capitalism* ». Tout comme la mauvaise monnaie chasse la bonne, le capital impatient a chassé le capital patient.

Au-delà du capital et donc du capitalisme financier, le capital naturel et le capital humain cohabitent et présentent également des rapports au temps qui sont par essence désynchronisés<sup>25</sup>.

Prôner un capitalisme patient, c'est-à-dire réduire la vitesse de déplacement du capital financier<sup>26</sup>, permettrait à la finance de jouer son rôle de transformation de ressources « courtes » en emplois «

---

<sup>24</sup> Et donc de classes d'actifs correspondant à un « capital patient ».

<sup>25</sup> Le capital naturel s'envisage par essence sur des périodes temporelles très longues pouvant atteindre plusieurs milliers voire millions d'années ; l'horizon du capital humain s'envisage, lui, sur plusieurs décennies. En revanche, l'horizon du capital financier ne dépasse que trop rarement quelques mois voire quelques semaines. L'horizon du capital financier, dominant aujourd'hui, peut « contaminer » celui du capital naturel et humain, et cette accélération ne peut que mettre en péril nos existences même. Voir à ce sujet Hartmut Rosa, *Accélération. Une critique sociale du temps*, La découverte, 2010.

longs » et illiquides. Dans le domaine du financement des infrastructures stratégiques, de la transition énergétique ou encore des TPE/PME/ETI, le rôle d'un secteur financier plus patient est crucial. Il contribue dans ce cadre directement à la croissance de long terme, au bien-être et surtout à l'intérêt général. C'est aussi dans l'intérêt du capital financier lui-même qui se réfugie aujourd'hui dans l'hyper-fréquence car il ne trouve pas assez de projets (liés au capital naturel, technique et humain « réel ») dans lesquels s'investir. Nous pensons que, s'il ne trouve pas ces projets, ce n'est pas la faute de ses porteurs, tant les écosystèmes de structuration de projets vers la bancabilité se multiplient - y compris dans les économies émergentes voire en développement (même si l'effort à mener en ce sens y reste particulièrement important), et en Europe et en France encore plus sûrement. Si la finance ne trouve pas de projets c'est qu'elle se fixe des normes déconnectées du secteur réel pourtant structurant.

C'est donc autour de ces motivations et déterminants que nous proposons d'engager la réflexion en faveur d'un capitalisme plus patient efficace pour tous et néanmoins rentable.

### **Le manque de capitaux patients**

Le capital financier devrait avoir un objectif prioritaire : satisfaire le besoin de financement de l'économie. Nous distinguons trois types de besoins de financement, à composantes d'utilités privées et publiques variables :

- Les besoins à court terme de refinancement de l'économie : fonctionnement récurrent des acteurs et fluidification des échanges ;
- Les besoins de projets d'investissement classiques des entreprises : captation / création de marchés, développement de technologies ou innovation et des territoires (modernisation, impliquant souvent le besoin de formation) ;
- Les besoins liés aux « transitions » et nécessitant en particulier de bâtir de nouveaux écosystèmes économiques entre agents, et que ces écosystèmes trouvent leurs marques, se stabilisent et se renforcent : transitions énergétique, environnementale, industrielle et numérique démographique.

Or, la situation actuelle est malheureusement caractérisée par une insuffisance de l'investissement de long terme, malgré les politiques monétaires extrêmement accommodantes des grandes Banques Centrales. Un rapport du *World Economic Forum* de Davos (2011)<sup>27</sup>, estimait que les fonds gérés par les investisseurs de long terme représentaient 27 000 milliards de dollars. Malheureusement, il précisait aussi que plus de trois quarts de ces montants n'étaient pas en réalité dédiés au long terme. Des contraintes prudentielles et comptables, ainsi que des stratégies d'investissements couplées à

---

<sup>26</sup> Ou d'une partie de ce capital.

<sup>27</sup> World Economic Forum, *The Future of Long-term Investing*, WEF USA, 2011

des contraintes de passifs<sup>28</sup> réduisent à 6 500 milliards de dollars les montants réellement dédiés à un horizon long<sup>29</sup>.

De plus, la dette n'a jamais été aussi élevée avec près de 59 000 milliards de dollars de dette publique mondiale soit un peu moins d'une année de PIB mondial (dont plus de 10 % est dorénavant libellée à taux nominaux négatifs<sup>30</sup>) ! Cette dette mondiale est largement causée par les politiques budgétaires portant sur des considérations de court-terme et des secteurs non-stratégiques.

Enfin, au plan macroéconomique, les fonds disponibles pour investir à long terme sont soumis à concurrence d'attractivité (attractivité des projets, attractivité réglementaire, et entre territoires) ; alors qu'au plan microéconomique, la consolidation des grands groupes, l'homogénéité des règles face à des marchés en réalité variés, les rend frileux à ce type d'investissements, bridant la créativité interne, pourtant grande.

Ces constats font que les capitaux patients de nature privée sont largement insuffisants et que le financement des transitions passe le plus souvent par des structures paraétatiques, ou des fonds internationaux dédiés<sup>31</sup>. Le secteur financier traditionnel ne joue ainsi plus son rôle sociétal de transformation inter-temporelle de l'épargne ; en retour, il se trouve ainsi lui-même privé de son relais de croissance naturel. Au niveau mondial, la concurrence pour accéder à ces capitaux patients et contraints s'est accrue *a fortiori* étant donné la lenteur de l'essor de solutions financières innovantes et déployées à grande échelle pour faire face aux nouveaux enjeux de transition.

Ainsi, en France, le risque est grand de prendre du retard à satisfaire les besoins en investissements patients : infrastructures vieillissantes, recherche et développement, transition énergétique, etc. Les entreprises et territoires risquent alors, en ne « tenant » pas à court terme sur une technologie ou un marché, au mieux de devoir la/le reconquérir au prix fort *ex post*, au pire de ne plus pouvoir revenir dans la course.

Ce risque est d'autant plus marqué par les écosystèmes industriels et d'industrie-service se redéployant très vite du fait de la révolution industrielle en cours mais aussi des capitalismes d'Etat de certains grands émergents.

C'est ainsi un paradoxe de constater que, du fait de l'inertie financière européenne, les grands pays émergents et certains pays rentiers sur des énergies fossiles sont de fait plutôt en avance sur notre continent qui devrait compter d'abord sur la dynamisation de ses actifs immatériels et humains, et non se comporter en « retraité du monde » qui cherche à financer et structurer la finance de la croissance des autres.

---

<sup>28</sup> Les contraintes de passif concernent la nécessité pour une institution de faire face à ses obligations à court terme. Les autres contraintes concernent l'appétit au risque (capacité à accepter une perte potentielle), la structure de gouvernance (possibilité pour l'équipe dirigeante d'exécuter une stratégie de long terme) ainsi que la conviction que l'investissement de long terme peut produire des rendements supérieurs.

<sup>29</sup> L'horizon long étant défini comme la capacité à détenir un actif sur un horizon non déterminé. Généralement il est au moins égal à 10 ans et couvre à minima un cycle d'exploitation (« *business cycle* »).

<sup>30</sup> Voir l'article de Nelson, « World's Negative-Yielding Bond Pile Tops \$7 Trillion », *Bloomberg*, 9 février 2016

<sup>31</sup> Tels que les fonds souverains asiatiques (ADIA, CIC, etc.).

Dans ce contexte, quels outils et quel cadre (légal, fiscal et financier) pouvons-nous mettre en place ou renforcer pour permettre à la France (et à l'Europe) d'attirer, en variété et en montants, suffisamment de capitaux patients, de structurer les siens, et ainsi de dynamiser les projets longs ?

## **1 - LE CADRE STRATEGIQUE ET LES OUTILS A DEVELOPPER**

### **1.1 - DEFINIR UNE VISION STRATEGIQUE NATIONALE**

Il existe aujourd'hui une myriade de dispositifs de financement à long terme en France qui représentent ce que l'on pourrait qualifier de capitaux patients. Néanmoins, force est de constater qu'il n'y a pas de vision et de stratégie d'ensemble, ce qui les rend très peu lisibles pour le grand public et même peu crédibles pour les acteurs économiques. De plus, ces investissements sont souvent dilués dans le déficit public qui mixe dépenses de fonctionnement et dépenses d'investissements<sup>32</sup>.

Nous constatons une coordination très limitée entre les différents acteurs et plutôt axée sur une coordination par dossier (ou par entreprise), changeante, que par priorité stratégique et constante. C'est le cas pour les différents acteurs dépendant du Gouvernement et plus encore entre ceux-ci et la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) qui n'en dépend pas et qui constitue en France l'investisseur de long terme par excellence.

Ce manque de coordination conduit à une certaine inefficacité liée à la dispersion des secteurs d'intervention et à la multiplication des services / structures d'intervention : le PIA, interventions en capital des Ministères, Bpifrance, la CDC, diverses agences (ADEME, etc.). Il faut également noter qu'un effort non négligeable est également passé à adapter les schémas aux contraintes bruxelloises (Concurrence & Maastricht).

Nous proposons donc que lors de chaque renouvellement du parlement, les députés débattent d'un texte de programmation recensant de vraies priorités sectorielles et stratégiques d'investissement du pays à horizon 10 ans<sup>33</sup> et se prononcent sur une stratégie précise de priorisation des aides et des investissements publics sur, par exemple, huit grands secteurs prioritaires et stratégiques au regard de leur potentiel d'exportation et de leur contribution à la croissance et à l'emploi. A titre d'illustration, cette liste, en 2016, pourrait typiquement inclure les secteurs des nouvelles technologies de

---

<sup>32</sup> L'article 6 de l'ordonnance de 1959 ne distingue pas les dépenses de fonctionnement et les dépenses d'investissement. En revanche, parmi les charges permanentes de l'Etat, figurent les dépenses ordinaires, les dépenses en capital ainsi que les prêts et avances. Cette distinction entre les dépenses ordinaires et en capital ne permet pas de mesurer avec précision l'investissement de l'Etat. Les dépenses en capital imputées sur les budgets d'équipement sont considérées comme dépense d'investissement. Or, tel que décrit dans un rapport du Sénat (voir, l'Etude menée sur la réforme de l'ordonnance organique n°59-2 du 2 janvier 1959 portant loi organique relative aux lois de finances - [www.senat.fr/rap/r00-037/r00-03765.html](http://www.senat.fr/rap/r00-037/r00-03765.html)), celles-ci mélangent les acquisitions d'immobilisations corporelles, incorporelles ou financières, les impôts et principalement la TVA sont inclus et une partie des opérations d'acquisition d'immobilisations de l'Etat figure dans les comptes spéciaux du Trésor.

<sup>33</sup> Il sera temps d'évaluer à mi-course, par la mandature suivante, mais c'est bien un horizon au-delà de la politique électorale qui est nécessaire.

l'information et de la communication, la robotique, les sciences de la vie et l'industrie pharmaceutique, l'industrie agroalimentaire, les écotechnologies et l'environnement, les infrastructures, la défense et l'aéronautique ou encore les nanotechnologies. Autant de secteurs clés pour la croissance de demain.

Le texte serait préparé à chaque début de mandature, par un large débat ayant vocation à réunir sous l'égide du Conseil National de l'Industrie et des Comités de filières actuels, outre les représentants de l'Etat, les acteurs économiques des territoires, les représentants des filières industrielles (et incubateurs), et d'autres experts du secteur public et privé afin d'aboutir à une vision partagée des grands enjeux d'investissement. Ce texte permettrait l'identification des secteurs :

- D'accélération, c'est-à-dire où il s'agit d'accélérer l'investissement (numérique, transition énergétique et écologique, infrastructure, mobilités durables, biotechnologie/pharmacie sont des pistes non exhaustives et à préciser en leur sein) ;
- De projection, parce que c'est dans ces filières que se jouera la capacité du pays à assurer le renouvellement de ses équipements et de ses positions compétitives dans la mondialisation ;

Au contraire, l'exercice, pour avoir un sens, devra assumer de reconnaître que d'autres secteurs ne sont pas, ou sont moins stratégiques ; acceptant dans son principe de diminuer graduellement l'appui public explicite ou implicite à l'investissement à tels ou tels de ces secteurs (par exemple, certains secteurs très polluants et condamnés à terme par la révolution énergétique en cours) et/ou pour lesquels il s'agit plutôt de rompre avec les aides fiscales actuelles. Une vraie rupture par rapport aux pratiques actuelles marquées souvent par la faible lisibilité des choix et le saupoudrage des aides. Il s'agira ensuite de :

- Définir les montants affectés à ces priorités et les moyens (investissement / fiscalité avantageuse) dédiés aux priorités retenues ;
- Soutenir en cohérence le développement de l'enseignement, la formation, la reconversion sur ces sujets ;
- Surtout, sanctuariser certaines enveloppes ; une partie de ces objectifs doit être garantie sur le temps long ; en particulier sur un montant à affecter, même minime mais garanti. Les budgets publics doivent être alloués de façon pluriannuelle et engager la permanence de l'Etat. C'est a priori aller contre l'annualisation budgétaire mais la réalité des choses est que nombre de décisions annualisées dans leur présentation engagent déjà l'Etat à très long terme. Reconnaître cela – au-delà de la LOLF – et ouvrir ce débat, conduirait à une part de long terme assumé<sup>34</sup>.
- Accepter de diminuer le financement en direction des secteurs non stratégiques :
  - o Suppression de mécanismes fiscaux incitatifs sur les secteurs non prioritaires (de manière programmée, progressive mais irréversible) ;
  - o Adapter en conséquence les choix de l'Etat actionnaire.

---

<sup>34</sup> Plutôt qu'au long terme masqué qui existe déjà de fait dans certains engagements structurants appelant la reconduction budgétaire annuelle automatique.

**Recommandation n°1 :** *Définir les secteurs stratégiques prioritaires pour l'Etat dans le cadre d'une loi organique à faire voter par l'Assemblée nationale tous les cinq ans à une majorité simple. Cette vision stratégique s'appliquerait ensuite à l'ensemble des acteurs publics qu'ils relèvent du Gouvernement (CGI, Ministères, Etat actionnaire) ou du Parlement (Caisse des Dépôts).*

## 1.2 - DEVELOPPER DE NOUVEAUX INSTRUMENTS AXES SUR LE LONG TERME

### Renforcer l'engagement des actionnaires

Les investisseurs institutionnels s'appuient massivement pour la détermination de leurs orientations de vote en assemblée générale et l'exercice de celles-ci sur des agences de conseil en vote (*proxy advisors*). Par ailleurs, on observe que nombreux sont les petits porteurs qui ne prennent pas part aux assemblées générales alors que les épargnants individuels portent souvent une vision de long terme, sensible aux enjeux sociaux et environnementaux. Afin d'encourager l'adoption d'une stratégie de long terme par le management des grandes entreprises, il est essentiel d'encourager les actionnaires, notamment individuels à exprimer leur vision de ce que devrait être la stratégie des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Nous recommandons la création d'une agence de conseil **indépendante de conseil en vote publique. Sa politique de vote serait fixée par le parlement et tiendrait compte notamment des orientations stratégiques prévues par la recommandation n°1 mais aussi d'objectifs tels que le maintien des emplois sur le territoire national ou la compatibilité de la stratégie de l'entreprise avec des objectifs sociaux ou environnementaux décidés par le parlement.**

Les actionnaires individuels pourraient céder leur droit de vote à cette agence afin qu'elle exerce en leur nom ce droit et qu'elle contribue ainsi à poursuivre les objectifs de la stratégie définie par le parlement. **L'agence, garante de la feuille de route gouvernementale et parlementaire, permettrait donc une forme d'expression actionnariale d'une vision politique nationale.**

Les investisseurs institutionnels, notamment ceux qui gèrent l'épargne des Français, pourraient également céder sur une base volontaire leurs droits de vote à cette agence. Ces cessions concerneraient des thématiques où l'investisseur est aligné sur les recommandations de vote et les stratégies émises par l'agence (par exemple sur le changement climatique, la politique de rémunération, etc.). L'Etat et les actionnaires publics pourraient par ailleurs s'engager à suivre les orientations de vote décidées par la représentation nationale.

**Recommandation n°2 :** *Créer une agence de conseil en vote (« Proxy »<sup>35</sup>) indépendante dont les orientations seraient fixées par le parlement. Chaque citoyen actionnaire ou investisseur institutionnel pourrait céder pour une année (ou plus) ses droits de vote à cette agence (ou à une agence équivalente de droit privé). L'actionnaire garderait la propriété de son action ainsi que les*

<sup>35</sup> Un proxy ou agence de conseil en vote analyse les projets de résolutions d'Assemblées générales de sociétés cotées afin d'émettre à l'attention de ses clients des recommandations de vote. Ces sociétés conseillent donc les investisseurs en leur proposant de s'appuyer sur leurs travaux avant de voter.

*dividendes éventuels, mais délèguerait à l'agence le soin de voter en son nom.*

## **Créer un fonds souverain européen**

L'Europe est confrontée à un important besoin en capital au cours des prochaines années pour financer l'investissement long dans les infrastructures stratégiques, l'énergie et les télécommunications.

Une partie de ces capitaux requis sera sans doute pourvue par les instruments de marché et les instruments publics traditionnels. Mais l'Europe a également besoin de développer de nouveaux instruments financiers<sup>36</sup> européens entre États européens mais aussi entre ces États et des partenaires financiers tiers (fonds souverains, fonds de Private Equity, fonds de pension) pour y parvenir.

Ainsi, deux types d'instruments émergent en France et en Europe dans ce cadre :

1. Le développement de fonds bilatéraux en capital entre les États et des fonds souverains, pour financer notamment des infrastructures, mais aussi des nouvelles technologies, des biotechnologies ou des PME-ETI en besoin de capitaux (France, Italie, etc.). En France, les instruments de ce dialogue sont la CDC et Bpifrance. La clé de ces montages ? La capacité à identifier des « thèses d'investissement<sup>37</sup> » équilibrant la recherche de rendement de ces partenaires et l'intérêt des pays européens à attirer du capital sur des segments de marché peu ou insuffisamment couverts par le secteur financier européen. La France déploie déjà, mais à niveau trop limité et à coordonner, ce type de véhicule en partenariat avec des pays comme le Koweït, le Qatar, les Emirats Arabes Unis ou encore la Chine<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> Afin de permettre une relance soutenue d'investissements à long terme, une autre option consisterait à examiner le lancement de programmes obligataires d'Etat assis sur le principe d'une dette perpétuelle, à l'image de ce que font les grandes banques. Ainsi, Crédit Agricole Assurances par exemple a levé, fin 2014, 750 millions d'euros sous forme de dette subordonnée perpétuelle, des obligations sans échéance dont le produit est comptabilisé dans ses ratios de fonds propres et dont les titres sont rémunérés 4,5 % jusqu'en 2025, puis à un taux fixe révisé ensuite. Rappelons son fonctionnement très simple. L'investisseur verse un capital à un débiteur. Ce dernier n'a pas à rembourser ce capital, le prêt est perpétuel. En revanche, il doit verser chaque année un intérêt calculé sur le principal. Un tel mécanisme permettrait d'autoriser l'Etat à émettre de la dette dont seuls les intérêts seraient remboursés in fine au marché. L'avantage principal d'explorer ce mécanisme dans la sphère des Etats serait de modifier la perception du grand public sur la dette d'investissement des Etats notamment en Europe et d'en desserrer le goulot: encore trop souvent vue comme une charge c'est-à-dire une dépense sans recette en contrepartie, la dette publique d'investissement dès lors qu'elle est injectée dans des investissements suffisamment rentables pour l'économie dégage en réalité in fine, un « retour sur investissement » supérieur à ses coûts. Elle a donc un rendement net positif. Afin de couvrir les intérêts supplémentaires liés à cette nouvelle dette (perpétuelle), la poursuite d'une certaine modération sur les autres dépenses (de fonctionnement notamment) des Etats en Europe devrait toutefois être assumée.

<sup>37</sup> Nous entendons par là les secteurs stratégiques ou thématiques d'investissement particulières, qu'elles soient axées sur un secteur, un facteur de risque ou une zone géographique.

<sup>38</sup> Cette stratégie bien qu'utile nous semble largement sous-dimensionnée étant donné l'ampleur des besoins et défis de l'investissement long. Un changement de modèle vers un capitalisme plus patient nécessite des instruments phares, dont le fonds souverain européen que nous appelons à créer en lien avec le secteur privé.

2. Les futurs investissements sur financement bancaire, qui invitent aujourd'hui certaines grandes institutions financières publiques européennes à se rapprocher pour envisager en commun de nouvelles coopérations en capital, aidées par le Plan Juncker (garanties apportées par la Commission européenne via le canal de la Banque Européenne d'Investissement)<sup>39</sup> dans des secteurs comme la transition énergétique ou les nouvelles technologies. Avec un codicille : que ces nouveaux instruments donnent leur place à des partenaires privés au sein de leurs futurs financements afin de faire jouer l'effet de levier auprès des investisseurs privés en Europe sur ces grandes ambitions d'investissement et de modernisation pour l'Europe dans son ensemble.

Pour renforcer ces instruments, nous proposons la mise en place d'un **fonds souverain européen**<sup>40</sup>, ouvert au secteur privé et en particulier aux investisseurs de long terme. Ce fonds agirait comme vecteur du capitalisme patient au profit du financement de la transition écologique et d'investissements dans les infrastructures stratégiques (énergies vertes, transports stratégiques, etc.).

---

<sup>39</sup> Présenté fin 2014, le plan Juncker doit permettre de mobiliser 315 milliards d'euros en trois ans via sa filiale, le Fonds européen pour les investissements stratégiques. Il s'appuie sur 21 milliards d'euros seulement de fonds publics européens (financés par le budget européen et la BEI) et sur une garantie qui permettra de financer des projets qui ne trouveraient pas de soutien sur les marchés sans elle. Neuf Etats européens se sont à ce jour également engagés à le cofinancer, à hauteur de près de 40 milliards d'euros. La France a promis 8 milliards : 2,7 milliards d'euros apportés par Bpifrance et 5,3 milliards d'euros par la Caisse des dépôts. Les 21 milliards d'euros serviront de garantie à un fonds *ad hoc*, qui sera alimenté par des investisseurs, essentiellement privés. Si un projet échoue, cet argent (public) épongera les premières pertes. Grâce à la capacité de la BEI de lever de l'argent sur les marchés, ce mécanisme doit permettre d'aboutir à 315 milliards d'euros investis *in fine*. Les projets devront s'intégrer dans un des sept secteurs d'investissement stratégique, dont la recherche et l'innovation, l'énergie, l'environnement ou encore les transports. La France espère bénéficier de 40 des 315 milliards d'euros d'investissements lancés au niveau européen à l'horizon 2017. Un objectif légitime et raisonnable compte tenu de ce que représente l'économie française dans l'économie européenne. Plus particulièrement, l'enjeu pour notre pays est de capter une partie des 30 milliards d'euros du Plan destinés aux PME innovantes, dans les secteurs de l'énergie, mais aussi de la santé, de l'agroalimentaire, de l'eau, et des transports, visant à combler une faille de marché en Europe, sur le segment du « *large venture* », lorsque les startups ont besoin de financer, non plus leur naissance, mais leur développement. Une faille certes en partie comblée par les fonds de capital-risque anglo-saxons, qui interviennent dans 70 % des levées de fonds de plus de 10 millions d'euros en Europe, mais qui n'est pas satisfaisante en termes de souveraineté économique. Un autre enjeu clé pour notre pays réside dans la capacité de l'Etat à aider les collectivités locales à structurer des projets d'investissement sous subsides et garanties Juncker. C'est le cas, par exemple, dans le domaine des infrastructures et équipements de transports, du déploiement des infrastructures de télécommunication ou du développement urbain et rural durable. Ainsi, la construction de certaines autoroutes inter-régionales (par exemple entre Pau et Limoges) pourrait être mieux soutenue grâce au plan Juncker dans les infrastructures, permettant de créer de la valeur et des emplois, pour peu que les conditions d'équilibre socio-économiques en soient jugées satisfaisantes. Toutefois, les collectivités territoriales devront être aidées. De tels montages financiers sont compliqués à réaliser. Les élus locaux auront besoin de plus d'information, de conseil et d'assistance pour initier ou accompagner des projets au plus près des territoires. Enfin, dans le domaine de la transition énergétique dans les villes, la mise en place de tranches de crédits subordonnés (prévues par exemple le dans le cadre du Plan Juncker) pourrait être mise en œuvre pour rehausser le profil de risque de certains projets.

<sup>40</sup> Voir les travaux de Guillou, Saussey et Boissel, « Baisse des prix du pétrole : aubaine économique, défi écologique », *Terra Nova*, 2015

La France dispose de leaders mondiaux dans nombre de ces domaines, assis sur des technologies et savoir-faire de pointe. Aux côtés d'investisseurs souverains européens, a fortiori l'Allemagne qui dispose d'importants excédents de sa balance commerciale à recycler, elle peut investir dans un fonds de taille mondiale, à l'échelle européenne et en coordination avec les politiques économiques et stratégiques européennes. Ce fonds européen offrirait un effet de levier financier au déploiement de ses offres techniques et industrielles en faveur de nombreux pays avancés et émergents et d'acteurs publics ou privés, aujourd'hui collectivement confrontés aux défis de la énergétique et environnementale. Autant de capital de long terme mobilisable sur la construction des villes et des pôles urbains de demain.

Autant d'outils financiers potentiellement nouveaux également pour compléter les outils traditionnels de l'aide publique au développement par des financements de projets commerciaux aux côtés des autres institutions financières et de développements internationaux.

Quant au fléchage des investissements, dans un contexte de résultats limités des aides bilatérales et multilatérales et pour lesquelles le consensus va croissant, qu'elles devraient s'adresser en priorité aux biens publics mondiaux et à de rares biens publics locaux, il nous paraît important que cette manne soit dirigée vers le secteur privé, et que la garantie d'efficacité provienne d'un co-investissement avec le secteur privé. La question des garanties souveraines nous paraît caduque. L'investissement long doit être rentable et sa rentabilité est assortie d'un risque à assumer, garant des incitations aux résultats.

**Recommandation n°3 :** *Créer un fonds souverain à l'échelle européenne axé sur les infrastructures stratégiques, l'économie verte et les secteurs stratégiques à l'échelle du continent. Ce fonds souverain serait ouvert aux participations du secteur privé (investisseurs de long terme : assureurs, fonds de pension, etc.) et ne serait pas soumis aux règles prudentielles assurantielles ou bancaires ni aux normes comptables dites de mark-to-market. Sa stratégie serait lisible et clairement identifiée par les partenaires internationaux*

## **2 - LE CADRE DE LA GOUVERNANCE**

### **2.1 - PROMOUVOIR LES ACTIONNAIRES DE LONG TERME**

Plusieurs travaux de recherche se sont intéressés à la question de la promotion des actionnaires de long terme<sup>41</sup>. Certains ont proposé que la loyauté des actionnaires soit récompensée par des droits de vote supplémentaires. Des Etats, dont la France, ont légiféré dans ce sens. La loi française prévoyait en effet la possibilité de conférer un droit de vote double aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire. La loi dite « Florange » a rendu cette disposition applicable de droit pour les sociétés cotées sauf si elles prévoient explicitement que tel n'est pas le cas dans leur statut. Même s'il reste difficile d'en apprécier toutes les conséquences, il semble que de meilleurs résultats soient obtenus à

<sup>41</sup> Bolton et Samama, « L-Shares : Rewarding Long-Term Investors », ECGI, Finance Working Paper No. 342/2013

long terme si la structure de propriété est pérenne<sup>42</sup>. Afin d'arriver à stabiliser la structure de propriété, il faut s'assurer que les blocs d'actionnaires soient stables et suffisamment engagés. D'autant que le renforcement du degré d'engagement des apporteurs de capitaux justifierait que les autres parties prenantes – salariés, fournisseurs et clients – s'engagent à leur tour. Certains auteurs<sup>43</sup> ont relevé que les mécanismes de restriction des droits de vote ne permettent pas aux actionnaires d'indiquer la longueur de temps pendant laquelle ils veulent garder leurs actions et de signaler leur degré d'engagement. Concrètement, pour pouvoir adopter une stratégie de long terme, le management d'une entreprise doit pouvoir compter sur un noyau dur d'actionnaires engagé dans une vision de long terme. Les droits de vote double récompensent *ex post* cet investissement après deux ans de détention d'actions au nominatif.

Afin que les actionnaires puissent s'engager ouvertement dès leur investissement dans une stratégie de détention à long terme – et que cela puisse être pris en compte dans la stratégie de l'entreprise – **nous proposons que les droits de vote double puissent être accordés dès l'entrée au capital aux actionnaires s'engageant à rester au moins deux ans au capital.**

Cet engagement pourrait se matérialiser grâce à un pacte d'actionnaires et concerner aussi bien les investisseurs institutionnels que les investisseurs individuels. En particulier, les actionnaires salariés, qui bénéficient déjà d'une telle mesure lorsqu'il s'agit d'actions gratuites, pourraient être les grands gagnants de ce dispositif, étant donné qu'ils restent souvent bien plus de deux années dans leur entreprise en tant que salariés et qu'ils pourraient s'engager sur une durée de détention supérieure. **La mise en place d'une telle mesure pourrait donc également être incitative à l'actionnariat salarié de long terme.**

**Au-delà de cette mesure, on pourrait imaginer une extension des mesures de droit de vote double aux actions détenues au porteur par exemple en introduisant une notion de certificat de détention certifié par un tiers agréé.** Le fait que les dispositions relatives aux droits de vote double soient restreintes aux actions détenues au nominatif (afin de pouvoir simplement attester de la durée de détention) nuit à la portée de la mesure, de nombreux investisseurs notamment institutionnels n'investissant qu'au porteur pour des raisons de gestion de portefeuille.

**Recommandation n°4 : étendre les droits de vote double aux actionnaires s'engageant dès leur entrée dans le capital à rester actionnaire au moins deux années. Cet engagement de conservation serait encadré par un pacte d'actionnaires ouvert à tout investisseur souhaitant bénéficier, dès son investissement, des droits de vote double.**

## **2.2 - MIEUX ORIENTER L'ÉPARGNE SALARIALE VERS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES**

Les encours d'épargne salariale représentent plus de 110 milliards d'euros<sup>44</sup>. Ces fonds sont certes investis de manière significative (plus de 40 milliards d'euros) dans les fonds d'actionnariat salarié,

<sup>42</sup> Clark, Feiner et Viehs, « From the Stockholder to the Stakeholder », *Smith School of Enterprise and the Environment*, Working Paper, 2014

<sup>43</sup> Mayer, *Firm Commitment – Why the corporation is failing us and how restore trust in it*, Oxford University Press, 2013

<sup>44</sup> En valeur de réalisation.

généralement mis en place par les grandes entreprises. Mais le reliquat (environ 70 milliards d'euros) constitué par les fonds diversifiés, est massivement investi en fonds monétaires (23 milliards, soit plus du tiers de l'encours de ces fonds), qui apparaissent peu adaptés à l'horizon normal de placement des fonds<sup>45</sup>.

Globalement, l'investissement de ces sommes dans le capital des entreprises en France, conjointement à une meilleure orientation de l'investissement des institutionnels publics (y compris FRR<sup>46</sup> et caisses de retraite et l'augmentation du « biais domestique<sup>47</sup> » des caisses de retraite au niveau du *benchmark* selon *Towers Watson* (de 29 à 44 %<sup>48</sup>) dont l'assiette dépasse les 140 milliards) vers les actions, permettrait d'accroître de l'ordre de 40 milliards<sup>49</sup> le financement des entreprises françaises d'ici 2020, soit l'équivalent de :

- Quatre fois le montant du nouveau PIA annoncée par le gouvernement.
- L'ensemble des sommes engagées au titre du « Grand Emprunt » en France depuis 2010 (35 milliards d'euros, en 2010, puis 12 milliards en 2013. Mais sur ces 47 milliards d'euros des deux programmes, seuls 13,9 milliards ont été décaissés en six ans. Ces 40 milliards représentent donc trois fois l'ensemble des sommes décaissées au titre du « Grand Emprunt » en France depuis 2010.
- 40 milliards d'euros c'est aussi 10 fois les sommes annoncées pour le projet « Industrie du futur » et les neuf solutions industrielles (3,4 milliards d'investissements publics, venant s'ajouter aux 1,4 milliard de fonds publics déjà injectés).

Ainsi, ces 40 milliards d'ici 2020, ou 10 milliards par an, permettraient selon nos estimations une augmentation de 0,5 % de la croissance tendancielle du PIB français.

### **3 - LE CADRE REGLEMENTAIRE ET PRUDENTIEL**

#### **3.1 - MIEUX PRENDRE EN COMPTE LES RISQUES CLIMATIQUES ET DE LONG TERME**

Un des principes de la régulation financière vise à exiger des acteurs régulés que leurs provisions et leurs fonds propres soient capables de faire face à des scénarios extrêmes. Les assureurs couvrant

---

<sup>45</sup> Qui est d'environ cinq ans pour le Plan d'Epargne Entreprise, et l'horizon de la retraite pour le PERCO.

<sup>46</sup> Fonds de Réserve pour les Retraites.

<sup>47</sup> Le biais domestique pour un investisseur institutionnel ou individuel consiste à privilégier la détention de titres domestiques plutôt qu'étrangers. Il est défini comme l'écart entre les montants investis dans les actifs étrangers et le montant optimal déterminé par la théorie financière. Voir les travaux d'Arouri (2013), « Le biais domestique : concept, mesure et explications », halshs-00204103.

<sup>48</sup> Les grands fonds de pension étrangers sont sensiblement plus investis en actions que le FRR français (à 45 % selon le FMI ou à 52 % selon Towers Watson, contre 29 % environ selon nos estimations), il n'est pas possible d'en déduire qu'il faudrait augmenter l'exposition actions de nos régimes compte tenu des différences fortes entre les systèmes de retraite. En revanche, on comprend moins pourquoi le « biais domestique » est sensiblement plus faible.

<sup>49</sup> Le renforcement de la contribution du FRR au financement de l'économie française (que nous pouvons estimer autour de + 5 milliards d'euros) suppose que l'aléa qui pèse sur son passif soit levé en fixant au FRR un horizon d'investissement bien au-delà de 2024.

des risques en santé doivent ainsi être capitalisés de manière à pouvoir faire face à des chocs de mortalité (par exemple résultant d'une épidémie), ceux qui assurent des habitations à faire face à des événements de type catastrophes naturelles. De leur côté, les banques doivent être capitalisées de façon à pouvoir faire face à des chocs de liquidité.

En procédant de la sorte, les régulations prudentielles influent directement sur le comportement des acteurs financiers et notamment sur leur allocation d'actif. Plus les réglementations sur la liquidité sont exigeantes, plus les établissements sont incités à investir en actifs liquides, etc. De ce point de vue, pour que les acteurs prennent en compte les enjeux du **changement climatique** et favorisent des investissements adaptés (par exemple des infrastructures vertes), les établissements de crédit et assureurs pourraient être astreints à **être capitalisés de façon à pouvoir faire face à des stress tests climatiques**. L'introduction de tels mécanismes a été suggérée lors des débats sur la loi pour la transition énergétique et la croissance verte, mais a été exclue en raison de l'impossibilité supposée de réaliser de tels stress tests.

Si une telle réglementation nécessite certainement le développement de nouveaux outils d'évaluation, cela nous semble constituer un levier efficace pour influencer sur les allocations d'actifs des acteurs institutionnels<sup>50</sup>.

**Recommandation n°5 :** *mettre en place des stress scénarios sur les thématiques de long terme pour les institutions financières (banques, assurances), par exemple des stress tests climatiques. Ceci permettrait de fait une meilleure allocation des capitaux vers le financement des infrastructures stratégiques efficientes énergétiquement et plus généralement l'économie verte. Ce même scénario pourrait s'étendre aux secteurs ou thématiques identifiées comme stratégiques.*

### 3.2 - REPENSER LES NORMES COMPTABLES

Enfin, même si nous n'avons pas développé ici les aspects comptables, il nous semble inenvisageable de mettre en place un capitalisme patient sans réformer le cadre normatif comptable afin de l'adapter aux contraintes et caractéristiques de l'investissement de long terme. L'objectif devant être d'encourager davantage les horizons d'investissement longs tout en prenant en compte les risques pertinents liés à la volatilité des actifs.

---

<sup>50</sup> Deux types de risques sont à envisager pour le risque climatique. D'abord, le risque qu'un actif ne soit pas résilient au changement climatique. Les facteurs comme la localisation de l'actif (par exemple, une centrale solaire sur une île est plus vulnérable au risque climatique qu'une centrale à charbon au milieu de l'Allemagne) sont plus importants que les émissions de carbone de l'actif. Ensuite, le risque carbone, c'est-à-dire le risque réglementaire que l'actif perde de sa valeur en raison de nouvelles politiques environnementales. Même si ces risques semblent assez différents dans les deux cas, la charge en capital liée à des stress tests climatiques et à imposer aux établissements de crédit et assureurs permettrait de mieux orienter les capitaux vers les actifs plus résilients et/ou plus « verts ». Concrètement, les institutions financières devraient, pour réaliser ces stress tests, calibrer des « chocs » (historiques, hypothétiques ou adverses) sur des facteurs de risques et horizons temporels à définir. Ces chocs pourraient ainsi se traduire en une baisse de 50 % de la valeur d'une action, par exemple, suite à une nouvelle politique environnementale. On pourrait également imaginer une baisse de 100 % de la valeur d'un actif suite à une catastrophe naturelle affectant un bien immobilier. Pour les principes généraux des stress tests, voire BIS, *Principles for sound stress testing practices and supervision*, 2009

Plusieurs analyses et notes pertinentes ont déjà été publiées à ce sujet<sup>51</sup> et nous ne nous attarderons pas sur cette question. Rappelons simplement le caractère stratégique de la comptabilité étant donné qu'*in fine*, la rémunération des actionnaires et les bonus des dirigeants ou des traders sont versés sur la base de cette matière.

**La rationalité du capitalisme est donc déterminée par la comptabilité.** Les investisseurs de plus en plus impatients peuvent même, grâce aux mécanismes de la juste valeur, mesurer et enregistrer le profit lié à un actif sans attendre d'en constater la vente<sup>52</sup>. Il suffit d'en avoir « l'espérance ». La Banque des Règlements Internationaux (BRI) a même estimé que deux tiers des pertes mondiales liées à la crise des subprimes ont été causées par les règles comptables dites « *mark-to-market* »<sup>53</sup> et non par des défauts réels !

Nous suggérons donc de renforcer la représentation des autorités et gouvernements européens au conseil d'administration de l'IASB (*International Accounting Standards Board*)<sup>54</sup> et de réfléchir à la mise en œuvre des propositions d'organismes comme le *Group of Thirty*<sup>55</sup> ; en particulier la revue des traitements comptables pour les actifs détenus à long terme afin de réduire l'exposition à la forte volatilité à court terme des marchés.

---

<sup>51</sup> Boris, « Normes comptables : la mondialisation en panne », *En Temps Réel*, Cahier n°50, 2013, ainsi que Richard, 'Une comptabilité sur mesure pour les actionnaires », *Le Monde Diplomatique*, 2005 et Richard, « Le financier a raison, le comptable a tort », *Critique et Management*, La découverte, Cahiers libres (pages 187 à 194), 2008.

<sup>52</sup> Ce qui n'était évidemment pas permis avant la refonte des normes comptables et le passage aux normes IFRS.

<sup>53</sup> Et plus particulièrement, suite aux mouvements de spreads de crédit côtés sur les marchés financiers.

<sup>54</sup> Dont émane les normes comptables européennes IFRS.

<sup>55</sup> Working Group on Long-term Finance, *Long-term Finance and Economic Growth*, Group of Thirty, 2013

## CONCLUSION

Un paradigme a dominé l'économie industrielle du XXème siècle<sup>56</sup> : la structure d'un marché déterminait la conduite de ses managers en termes de stratégie, de politique des prix, de recherche et développement. Cette conduite influait ensuite sur la performance des entreprises et des industries.

Nous pensons que, dans le contexte des transitions contemporaines (énergétique, environnementale, sociétale, etc.), c'est plutôt la structure actionnariale qui peut influencer sur la stratégie des entreprises. C'est l'engagement des actionnaires, leur patience ou impatience, qui contribuent à déterminer la conduite des dirigeants et donc leur performance à long terme<sup>57</sup>.

Oui, le court-termisme<sup>58</sup> qui caractérise la gouvernance des grandes entreprises, institutions financières et même certaines nations ne peut constituer l'essence durable et acceptable du modèle économique français et européen. C'est probablement l'un des plus grands maux auxquels nous faisons face. Les exigences de rendements trimestriels de plus en plus élevées, conduisent les dirigeants d'entreprise à racheter massivement leurs actions et à distribuer de plus en plus de dividendes au lieu d'investir dans le long terme. Les investisseurs institutionnels publics et privés ainsi que les actionnaires individuels qu'ils soient salariés ou non subissent les mêmes pressions. Leurs horizons se raccourcissent. Même les Etats n'échappent pas au raccourcissement des perspectives temporelles.

Réformer le capitalisme pour le rendre plus patient est l'horizon politique que nous proposons pour la France et pour l'Europe. Nous avons formulé quelques recommandations pour en faciliter la mise-en-œuvre.

C'est la perspective temporelle d'une nation, sa vision et son orientation vers l'avenir qui nous paraît être l'élément indispensable pour différencier les futurs gagnants de l'économie du XXIème siècle.

De la même façon que les cartes pré-coperniciennes permettaient de se repérer dans un monde européen fini mais devinrent caduques dans le monde ouvert des grands explorateurs, il nous faut trouver aujourd'hui les instruments de navigation adaptés à un environnement global caractérisé par une croissance de plus en plus faible et des défis menaçant notre existence même. Nécessité faisant loi, cette réforme n'est plus un luxe mais un besoin vital. Tous les pays européens y gagneraient. Tous les pays devraient y contribuer.

La France, du fait son histoire particulière et d'un Etat qui, dans ses meilleurs jours, sait être organisateur du long terme, peut et doit être à l'initiative d'un capitalisme patient qui serve de référence en Europe et dans le monde.

---

<sup>56</sup> Avant d'être complété par les théories managériales dites restructuralistes (par opposition à cette vision déterministe dite structuraliste) telles que la « Stratégie Océan Bleu » de Kim et Mauborgne, Harvard Business Review, 2005

<sup>57</sup> Il est bien entendu tout à fait possible également pour un manager d'influer sur la structure actionnariale et la rendre plus patiente, plus engagée.

<sup>58</sup> Martin, *Yes, Short-Termism Really Is a Problem*, Harvard Business Review, 2015