

RÉGULATION ET INVESTISSEMENT DE LONG TERME

ODILE RENAUD-BASSO*

« **L**'économie européenne est confrontée à des défis majeurs, notamment à de vastes besoins d'investissements à long terme. Ces investissements sont essentiels pour doper l'innovation et la compétitivité, afin de permettre à l'Europe de renouer durablement avec la croissance et l'emploi. Ils nécessitent des financements à long terme. »

Ce constat, dressé par Michel Barnier, commissaire chargé du marché intérieur et des services, au printemps 2013, à l'occasion de la publication du Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne¹, nous invite à nous interroger sur la manière de favoriser l'investissement à long terme.

De ce point de vue, la régulation joue un rôle essentiel : bien calibrée pour assurer la stabilité financière indispensable à tout investissement, elle doit être conçue de manière non seulement à ne pas entraver le financement à long terme de l'économie, mais aussi à créer des conditions qui lui soient propices. Or si la crise de 2008 a logiquement conduit les autorités nationales et internationales à adopter un cadre plus exigeant, notamment sur les plans prudentiel et comptable, nous devons aujourd'hui, dans un contexte de croissance temporairement plus faible et de modification profonde et durable des circuits de financement, évaluer les mesures prises et réfléchir à la manière de mieux concilier l'exigence de sécurité avec le souci du financement de l'économie.

La Caisse des Dépôts en tant qu'investisseur de long terme² s'intéresse particulièrement à ce sujet. En novembre 2011, le rapport publié au terme des Assises nationales du financement de long terme³, que notre Groupe a organisées avec les principaux acteurs de la place financière de Paris, avait ainsi mis en

* Directrice générale adjointe, Caisse des Dépôts.

évidence le fait que les réglementations comptables et prudentielles ne tenaient pas compte des spécificités des investisseurs de long terme et que les évolutions envisagées risquaient de peser encore davantage à l'avenir sur le financement de long terme de l'économie.

Comme le fait l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) dans ses principes sur le financement de l'investissement de long terme⁴, il me semble crucial d'affirmer comme un prérequis que les investisseurs institutionnels ayant un horizon de long terme doivent être régulés et supervisés de manière adaptée. En l'occurrence, l'approche pertinente consiste à évaluer actif et passif de manière intégrée.

Ce principe fondamental peut se décliner dans différents domaines et notamment dans les domaines prudentiel et comptable, et sous différentes formes (adoption d'un régime spécifique pour l'investissement de long terme, adaptation des réglementations existantes ou en cours d'adoption, structuration de marchés et d'instruments spécifiques).

CONCEVOIR UN CADRE PRUDENTIEL ADAPTÉ AUX SPÉCIFICITÉS DE L'INVESTISSEMENT À LONG TERME

Dans un monde financier dominé par le court-termisme⁵, le cadre réglementaire doit inciter les agents économiques à adopter des comportements de long terme, favorables à la fois à la croissance et à la stabilité de notre système économique. Or, encore trop souvent, le cadre prudentiel est construit par référence à un horizon très court (un an maximum, par exemple, pour le calcul de la valeur en risque ou du ratio de liquidité) renforçant ainsi la propension des investisseurs à raccourcir leurs horizons d'investissement.

Au contraire, le cadre prudentiel devrait proposer un modèle d'évaluation des risques financiers qui reconnaisse l'effet positif d'un passif de long terme, en proposant notamment une évaluation des risques des actifs qui prenne en compte la nature et la durée des passifs. En effet, il est financièrement plus avantageux de se financer à court terme, dans le contexte des taux d'intérêt actuels moins onéreux ; toutefois, une telle approche est risquée et elle limite ensuite les possibilités d'investir à long terme. Une bonne réglementation devrait inciter les institutions financières à se financer à plus long terme en dépit du surcoût induit, ce qui les rendrait beaucoup plus aptes à s'engager ensuite dans des financements de long terme de l'économie.

À titre d'illustration, un investisseur tel que la Caisse des Dépôts ne peut aujourd'hui jouer le rôle dans l'économie française qui est le sien que parce qu'il bénéficie d'un cadre adapté à son statut d'investisseur de long terme en vertu de la loi de modernisation de l'économie adoptée en 2008. Si notre institution était

soumise simplement à un régime tel que celui des banques ou des assurances, elle ne pourrait continuer à mobiliser une grande partie de ses ressources stables pour financer les besoins longs de l'économie.

FAVORISER L'ADOPTION DE NORMES COMPTABLES ADAPTÉES AUX DIFFÉRENTS « MODÈLES ÉCONOMIQUES » DES ACTEURS FINANCIERS

Par ailleurs, dans un contexte de régulation globale, des normes comptables inadaptées participent également d'une approche réglementaire méconnaissant les spécificités de l'investissement de long terme et, ce faisant, à même de raréfier encore les sources de financement de long terme de l'économie.

Il me semble intéressant de développer ce second volet de la réglementation à laquelle les investisseurs sont assujettis, dans la mesure où il s'agit d'un cadre important pour que, dans un avenir proche, soient reconnues les spécificités d'un investisseur de long terme comme la Caisse des Dépôts.

Les normes comptables sont primordiales car elles sont censées constituer un « langage commun » et doivent avoir pour objectif de traduire au mieux la réalité économique des activités mises en œuvre par les acteurs économiques (investisseurs, régulateurs, législateurs). L'application d'un principe comptable inadapté à un modèle économique se traduira par une information biaisée et pourra influencer négativement sur la prise de décisions économiques.

C'est la raison pour laquelle la Caisse des Dépôts s'est mobilisée avec les membres européens du Club des investisseurs de long terme (LTIC – Long-Term Investors Club) pour répondre à la consultation de l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) de juillet 2013 sur les modèles économiques liés à l'investissement de long terme, puis à celle de l'IASB (International Accounting Standards Board) concernant son projet de refonte du cadre conceptuel des normes IFRS (International Financial Reporting Standards) en décembre 2013.

Ces deux consultations ont permis à nos institutions⁶ de réaffirmer l'importance d'une meilleure prise en compte de nos spécificités afin que nos états financiers soient moins en proie à la volatilité et soient plus lisibles par les investisseurs.

LA NÉCESSAIRE PRISE EN COMPTE DU MODÈLE ÉCONOMIQUE ET L'EXEMPLE DE LA NORME IFRS 9

Il est essentiel que l'IASB réfléchisse à la manière de mieux tenir compte du *business model* des entités concernées par les IFRS et, dans cette optique, le

régulateur comptable international devrait distinguer les actifs qui doivent être vendus à court terme des actifs qui sont détenus dans une perspective de plus long terme.

C'est pourquoi, en réponse au projet de norme sur les instruments financiers proposé par l'IASB (IFRS 9), les investisseurs européens de long terme que nous sommes soutenons la mise en place de règles comptables spécifiques pour les actions détenues à moyen et long terme, à mi-chemin entre la comptabilisation au coût amorti et celle à la juste valeur.

En effet, s'agissant de ce type d'actifs, l'investisseur a 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 qui fait donc obstacle à toute mesure de performance effective de l'investissement de long terme). Aucun des deux modèles économiques proposés par l'IASB ne correspond à celui d'une institution financière comme la nôtre.

Pour que la norme IFRS 9 prenne effectivement en compte les spécificités de l'investissement de long terme, il serait plus pertinent de 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 longue.

Ce portefeuille pourrait faire l'objet d'une comptabilisation au minimum entre sa valeur historique et sa valeur d'utilité (*value in use*), toute dépréciation constatée sur cette base étant comptabilisée par résultat ; les plus-values latentes ne seraient pas comptabilisées, mais feraient 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 aux dires des jugements d'experts.

Que l'on ne se méprenne pas : il ne s'agit pas ici de nier en bloc la pertinence d'une comptabilisation en valeur de marché. Ce principe comptable est pertinent lorsqu'il s'agit de faire une photographie instantanée de l'activité d'une entreprise qui opère sur un horizon de temps court. Notre objectif est en revanche de montrer que la comptabilisation systématique de certains actifs en *market value* induit, pour les institutions financières, une sensibilité de leurs résultats aux fluctuations de court terme des marchés qui ne se justifie pas au regard du caractère long-termiste de certaines de leurs activités.

L'application en l'état de la norme IFRS 9 est susceptible de provoquer une volatilité dans les comptes sans relation avec la réalité d'un financeur de long terme, lequel pourrait être obligé d'augmenter ses provisions et ses allocations de capital pour couvrir un risque de court terme inexistant, ce qui diminuerait ses activités alors même qu'elles se substituent aujourd'hui partiellement à celles des banques commerciales.

CONCLUSION

Parallèlement à l'émergence du thème de l'investissement de long terme qui est aujourd'hui discuté dans les plus grandes enceintes de réflexion internationales (G20, OCDE), la problématique comptable et son impact sur l'investissement de long terme sont inscrits à l'ordre du jour de la Commission européenne avec le suivi du rapport de Philippe Maystadt sur le renforcement de la contribution de l'Union européenne au développement des normes comptables internationales et des régulateurs internationaux⁷.

La Caisse des Dépôts entend bien contribuer à ces réflexions en cours par l'entremise du LTIC et de sa déclinaison européenne créée en 2013, l'Association européenne des investisseurs de long terme (ELTI – European Long Term Investors Association)⁸, désormais l'interlocuteur naturel des instances communautaires sur la thématique de l'investissement de long terme et des suites qui seront données au Livre vert⁹. L'enjeu : qu'un cadre réglementaire propice à l'investissement de long terme permette aux institutions financières comme la Caisse des Dépôts de contribuer activement aux financements des investissements susceptibles de générer la croissance durable et inclusive dont l'Union européenne a tant besoin.

NOTES

1. Le Livre vert de la Commission est consultable sur le site : <http://eurlex.europa.resource.html?uri=cellar:9df914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0001.03/DOC1&format=PDF>. Pour la réponse du Groupe Caisse des Dépôts à cette consultation, voir le site : http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/contributions/registered-organisations/caisse-des-depots_fr.pdf.
2. C'est ainsi que depuis la loi de modernisation de l'économie (LME) d'août 2008, l'article L518-2 du Code monétaire et financier qualifie explicitement la Caisse des Dépôts : « La Caisse des Dépôts et Consignations est un investisseur de long terme et contribue, dans le respect de ses intérêts patrimoniaux, au développement des entreprises. »
3. Voir le site : www.caissedesdepots.fr/fileadmin/PDF/05._actualite/5_Rapport_ANLT.pdf.
4. *G20/OECD High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*, disponible sur le site : www.oecd.org/finance/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf.
5. Voir le rapport final de juillet 2012 : *The Kay Review of UK Equity Markets and Long Term Decision Making*, disponible sur le site : www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf.
6. Outre la Caisse des Dépôts, la Banque européenne d'investissement (BEI), la KfW allemande et la Cassa Depositi e Prestiti italienne.
7. Voir le site : http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf.

8. Pour le lancement de l'association ELTI le 5 juillet 2013, voir le site : www.caissedesdepots.fr/fileadmin/Communiqu%C3%A9s%20de%20presse/cp/cp_elti_.pdf. Voir également sur le site le communiqué paru à la suite de l'adoption du Plan d'action de l'association le 15 novembre 2013 : http://europa.eu/rapid/press-release_BEI-13-182_en.htm.

9. Pour consulter la communication intitulée *Commission Roadmap to Meet the Long-Term Financing Needs of the European Economy* de la Commission européenne publiée le 27 mars 2014, voir le site : http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-320_en.htm.