



**Comité de pilotage des investissements de long terme
Réunion de brainstorming du 23 septembre 2015**

***De la transformation du système financier pour que la finance
puisse jouer son rôle dans l'économie***

Marie-France Baud
Directrice du bureau de Bruxelles

Partant de l'union des marchés de capitaux, CMU, Confrontations Europe souligne en préambule le besoin d'appropriation collective des enjeux qui lui sont liés et la nécessité d'une approche globale. Dans cet esprit, CE organisera à Bruxelles, au premier trimestre 2016, au plus tard en mars, une conférence qui s'inscrit dans la problématique des investissements de long terme et s'articulera entre démarrage du Plan Juncker et plan d'action pour les services financiers de la Commission, afin de mieux faire comprendre dans l'espace public la portée de ces initiatives.

Philippe Herzog, président fondateur de Confrontations Europe

Partant de la CMU, renversons l'ordre : la grande aventure du changement du financement de l'économie, c'est le socle sur lequel son financement pourra être facilité. Le Plan Juncker est une première étape de sa construction. CMU est un processus structurant de long terme par rapport au plan Juncker : celui-ci est une opération à court terme qu'il va falloir consolider au-delà de trois ans. Le problème n'est pas tant de diversifier les sources de financement que de financer de façon appropriée des investissements d'avenir de qualité dans un système résilient et cohérent qui ne consiste pas à substituer les marchés financiers aux banques. Les citoyens ont du mal à adhérer en Europe, où 70 % du financement est bancaire.

Plusieurs préoccupations se font jour :

- La cohérence entre la transformation du système financier et les modèles sociaux : l'épargne mobilisée pour le financement de la protection sociale versus l'investissement. Les assureurs le disent clairement, leurs métiers sont la protection sociale et on leur demande de faire de l'investissement à long terme, qui est risqué. Ils interrogent : à moins d'un agenda social incorporé, il sera difficile d'amener une partie de l'épargne disponible vers de l'investissement. Sont concernés les investisseurs institutionnels, les assureurs, les fonds de pension car ils mènent des missions de protection sociale. Leur faut-il un statut et un régime prudentiel *ad hoc* au niveau européen, comme le préconise Gérard de Lamartinière ? Et comment s'articulent-ils avec les banques ?
- La cohérence vis-à-vis des pays périphériques : comment les faire passer à de la finance de marché ? Et dans la compétitivité intra-communautaire, la périphérie est mal placée : le risque est réel que les « grands pays » sur-utilisent le Plan Juncker alors qu'il faudrait qu'une partie de l'épargne aille à la périphérie. On le vérifie avec la Grèce, pays où des investissements dans l'énergie solaire auraient pu être lancés plutôt qu'en Allemagne. Et d'ailleurs, plutôt que faire portefeuille de projets, ne faudrait-il pas une réflexion en amont, au niveau de la Commission, sur la nature des projets d'intérêt stratégique européens qui sont nécessaires ?
- Risques & rendements pour des investissements privés d'intérêt public.

- Problème de la maîtrise d'ouvrage publique, un champ difficile.
- Financement du capital humain dans l'innovation.
- Bâtir le Bridge entre épargne et investissements
- Comment se situer dans la compétition globale pour attirer l'épargne ?
- Va-t-on vers une montée en puissance d'une industrie européenne de fonds d'investissement qui permettra de défragmenter l'espace en allant vers la périphérie?
- Gouvernance, qui pose le problème de coopération multiforme entre acteurs, entreprises et banques.
- Tensions à lever entre la BEI et les banques nationales de développement (BND).

Olivier Guersent, directeur général, DG FISMA

Quel est le point de départ de la CMU, quelles sont ses dimensions?

Plusieurs constatations. D'abord la défaillance de marché, avec d'un côté des masses importantes d'épargne assez liquides qui ne traduisent pas en investissements positifs. Et de l'autre, des besoins qui ne s'expriment pas forcément en demandes d'investissement. Et lorsqu'ils se traduisent en demandes d'investissement, ils ont du mal à rencontrer les investisseurs. Le système ne fonctionne pas comme il le pourrait ou le devrait avec un certain nombre d'effets pervers. Tel est ce paradoxe, excès de liquidités qui se double d'un manque de liquidités sur le marché. L'Europe ne se trouve pas en situation de faire face à un certain nombre de défis : vieillissement, comment faire face au fait que les systèmes par répartition seront débordés, déclin du taux de croissance de la productivité globale en Europe, avec peut-être le besoin d'une analyse différenciée sur la productivité du capital pour l'investissement, pour ne citer que les plus pertinents dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux.

Nous avons ensuite expérimenté les désagréments causés par un système banco-centrique. Quand 70 % des financements à l'économie dépendent des banques, leurs difficultés rejaillissent sur l'économie. Ce qui ne veut pas dire que les banques doivent moins financer l'économie, mais que leurs financements soient complétés par d'autres.

Enfin, la crise a entraîné en Europe, de manière générale mais de façon plus inquiétante dans la zone euro, exactement le phénomène contraire de ce à quoi on s'attendait, à savoir que l'euro cheminant, elle s'intègre. Or, depuis 5 ans, elle se fragmente. Le très important « deleveraging » bancaire constaté en zone euro, entre 2008 et 2013, - soit la baisse du volume des crédits distribués-, est d'autant plus conséquent que la moyenne masque le fait qu'il ne s'est produit ni en France (au contraire, loin se contracter, le crédit a continué à augmenter) ni en Allemagne, soit dans les deux plus grandes économies de la zone euro. Ce qui signifie une très forte contraction dans les pays de la périphérie, et génère tensions et difficultés en ne permettant aux pays les plus éprouvés par la crise de remonter la pente : leurs entreprises ont infiniment de mal à trouver des financements, quelles que soient leurs qualités intrinsèques, comme le montrent les statistiques de la BCE sur les taux de réponse aux demandes de prêts. Dans ces pays, les banques mettront du temps à prêter à nouveau, le temps de se délier du souverain.

Ces éléments qui nous ont conduits à lancer une réflexion rencontrent un certain nombre de contraintes et de limites. La première a trait à la manière dont nous finançons notre modèle social.

Partout dans le monde, il y a une corrélation assez forte entre le financement du modèle social et la structure du marché des capitaux. Comparons Europe continentale et Etats-Unis, les obligations qui pèsent sur les épargnants ne sont pas les mêmes(1). L'Union des marchés de capitaux n'entend pas répliquer le modèle américain, ce d'autant que les deux plus grands pays de zone euro ont une conception assez forte et une culture bien ancrée du financement du modèle social qui ne correspond pas au modèle américain. Le message que l'on veut faire passer est que nous travaillons à l'intérieur de

la large marge qui existe en l'état actuel du développement des marchés de capitaux pour rediriger une partie de l'épargne afin de compléter les mécanismes de répartition et se prémunir des effets du vieillissement de la population.

Deuxième contrainte, l'Europe n'a pas pris les mesures d'accompagnement des tournants de la révolution technologique dans la mondialisation et la dématérialisation et nous souffrons d'un manque de réflexion théorique qui nous handicape. Quoiqu'on pense du modèle américain, de ce point de vue, il est plus flexible et plus adaptable à percevoir les changements et à théoriser leurs implications. Notre problème n'est pas tant la capacité à innover que la capacité à la financer, notamment à partir du moment où elle exige du financement en capital. Si bien qu'une partie de nos entrepreneurs innovants traversent l'Atlantique ou la Manche.

Avec la CMU, nous prenons des mesures pour aider les banques à continuer à financer en masse l'économie avec un processus de titrisation de haute qualité, mais elles ne sont pas omnipotentes : elles ne financent pas également tous les besoins de financement des entreprises et notamment les fonds propres. Le financement en capital n'est pas leur cœur de métier quand bien même les grands établissements ont développé cette activité. Les pays où le financement des entreprises s'opère essentiellement par des banques de taille petite ou moyenne souffrent d'un manque. C'est le cas de l'Allemagne. L'Union des marchés de capitaux offre un palier qualitatif.

Deux continuités :

1 A court et moyen terme :

- Avec le plan Juncker, avec des points d'amarrage via les ELTIFs (fonds européens d'investissement à long terme) par exemple ou les fonds européens de capital risque,.

- Avec la refonte réglementaire et les calibrations prudentielles effectuées sous la mandature précédente : le premier pas vers l'Union des marchés de capitaux, c'est le Single Rule Book sur les règles applicables aux marchés des capitaux pour bâtir l'étape suivante : titrisation STS (simple, transparente et standardisée) et projets de modification des calibrations des exigences prudentielle en capital pour les banques et les assurances. Ce qui pose des questions lourdes, à la fois techniques et politiques. Au-delà des aspects de calibration, Lord Hill ne voit pas l'intérêt de réglementer la titrisation de haute qualité.

2 Avec le passé, à travers le « call for evidence », l'appel à témoignages que prévoit le plan d'action. A la demande du PE, nous avons essayé l'an dernier de réaliser une étude d'impact cumulatif de la législation financière passée, soit une quarantaine de réglementations parfois construites en silos, qui ont mené leur vie autonome dans le processus législatif. Nous n'y sommes pas parvenus car les effets des règles sont très difficiles à chiffrer : si les coûts de mise en œuvre peuvent être évalués à court terme, c'est beaucoup plus compliqué en termes de coûts évités et de bénéfices à long terme tels les effets sur la stabilité financière. Nous pensons aux interactions et il est certain qu'il y a des effets non intentionnels dont une partie peut avoir un impact négatif sur le financement de l'économie. Ce « call for evidence » va sans aucun doute susciter beaucoup de plaidoyers pro domo mais ce travail doit être fait maintenant car nous sommes en train de calibrer le niveau II .

Au bout du compte, la dimension de la CMU est de remettre ne marche le « funding escalator », pour reprendre la formule de Lord Hill, en répondant au défi de l'adéquation des sources de financement aux besoins, avec un point commun : le besoin d'informations fiables et standardisée sur les PME pour l'investisseur, qu'il investisse directement, ou par le truchement du capital risque ou de la bourse, ou qu'il achète de la titrisation. Le potentiel de transformation est important, il sera accompagné d'une série de petites actions qui interagissent et feront lever des verrous au financement un par un : pour prendre une autre image, c'est un peu comme des robinets successifs sur un tuyau d'arrosage.

Constance Kann, directeur, relations institutionnelles et affaires publiques , BEI

La relance de l'UE marque le pas en comparaison d'autres grandes économies par rapport à de précédentes périodes de récession, entre 1993 et 1997. La chute des investissements est responsable de la diminution du PIB et nuit à long terme à la croissance et à la compétitivité. La principale raison de leur faiblesse est le manque de confiance des investisseurs alors que les ressources sont disponibles. C'est pour relancer l'investissement, soutenir la croissance et la création d'emplois que le plan d'investissement, dit plan Juncker a été conçu. Il est le fruit de la collaboration entre la Commission et le groupe BEI, avec le FEI pour les PME, qui y joue un rôle central : ses organes de direction approuvent toutes les opérations.

Le plan repose sur un instrument collectif de garantie, le fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS ou EFSI), dont le cadre juridique a été adopté en un temps record, 6 mois, et qui entre désormais dans une phase opérationnelle. Les candidats aux postes de directeur et directeur général seront auditionnés prochainement par le parlement européen de même que les 8 experts du comité d'investissement- dont chacun a une voix dans le processus de sélection- sont en cours de recrutement.

La plateforme European Investment Advisory Hub est active depuis le 1^{er} septembre. Géré par la BEI en partenariat avec la Commission européenne, ce portail fonctionne sur la base des services de conseil préexistants de la BEI. Il fournit de l'assistance technique, soutient la préparation et le développement de projets d'investissement de qualité, améliore la visibilité en reprenant les opportunités de projets déposés par les porteurs. Le pipe- line de projets d'investissements européens sera maintenu pour tenir informés les investisseurs des projets existants et futurs ne bénéficiant ni du soutien EFSI ni d'un financement de la BEI.

En attendant la finalisation du cadre juridique de l'EFSI, la BEI a mobilisé son capital existant pour « entreposer » des opérations susceptibles de bénéficier *in fine* de sa garantie. A ce stade 9 projets ont été retenus dans 8 pays, 4 sont en cours d'approbation.

A noter que la BEI a signé avec l'OIT un mémorandum pour intensifier la coopération entre les deux organisations afin d'évaluer l'impact sur la création d'emplois des projets qu'elle finance.

Questions& réponses

Assureurs et banques se plaignent d'une domination anglo-saxonne en termes de normes et de régulation prudentielle. Et mettent en garde à ce que d'autres initiatives venues d'ailleurs, notamment du comité de Bâle ou du Financial Stability Board, ne viennent tuer dans l'œuf cette initiative de Capital Markets Union.

Réponse Olivier Guersent : c'est vrai, parce que nous n'offrons pas un front uni en Europe. Un contre-exemple, toutefois : sur les « credit values adjustments », la Commission a dévié de Bâle et ne reviendra pas sur sa position, au grand dam d'ailleurs du comité de Bâle car le fait que l'Europe ne soit pas conforme à Bâle n'a entraîné aucune perturbation sur les marchés. Et puis un changement s'opère dans les négociations internationales, avec les grands émergents : dans la négociation portant sur la forme définitive du TLAC (« total loss absorbing capacity »), ce nouveau coussin de fonds propres que les banques d'importance systémique doivent détenir à partir de 2019, la Chine et l'Inde ont introduit une dynamique de négociation différente en disant « non » à la proposition allemande de mise en oeuvre du TLAC au dernier G 20, à Ankara.

- Amélioration trop limitée de la révision des mesures de calibrations sous Solvabilité II :

Réponse Olivier Guersent : ce serait oublier que la Commission s'est plutôt rangée du côté des assureurs (le commissaire Barnier a divisé par 4 la calibration proposée par EIOPA) et qu'il y a une limite politique qui tient au soutien du parlement.

Commentaires

Edouard de Lencquesaing, délégué général IEFR, souligne qu'il ne s'agit pas tant d'une nouvelle législation que d'une réflexion d'ensemble stratégique accompagnée par la mise en place d'incitations pour déclencher les comportements vertueux au niveau du marché par l'industrialisation des process, avec comme objectif collectif d'avoir une masse critique. Un exemple : aux Etats Unis, les détenteurs d'émissions de collectivités locales peuvent comparer de façon à peu près automatique l'environnement juridique, l'analyse du risque de telle ville par rapport à telle autre. Il va falloir mettre en place en Europe des outils big data sur les données du marché qui manquent. Pour parvenir à cette masse critique, il faudra trouver les incitations qui feront qu'elle sera partagée entre les 28 pays et donc créer une industrie financière dans 24 d'entre eux, à côté des 4 qui en disposent. Comment ? Avec un « marché des capitaux de proximité » en mesure de développer des process d'origination adaptables et une forme d'exportation de savoir-faire. Sinon, le risque de fragmentation sera grand.

Autre point, un ensemble de réflexions stratégiques sont à mener. A commencer par la fiscalité, ce d'autant que dans de nombreux pays, la fiscalité n'est pas adaptée au long terme. Cela vaut également pour les infrastructures de marché. La Commission a pris le pari que la concurrence allait conduire à leur restructuration. Tel n'est pas le cas, la consolidation ne s'est pas produite. Si le chantier extraordinaire de Target II Securities, qui va permettre un système unique de règlement livraison de titres dans l'Eurosystème, a pu démarrer, c'est par accident : il aurait dû être porté par la Commission, c'est la BCE qui l'a mené, avec l'opposition frontale de Clearstream et Euroclear. Enfin, faute de volonté politique, nous ne disposons pas de logistique et d'une architecture technique pour les reportings réglementaires qui accompagnent chaque législation.

Gilles Denoyel, Président, International Institutional Relations, HSBC se déclare supportif de la CMU, pas du tout ressentie comme une attaque contre les banques, et du « call for evidence », une analyse holistique d'impact.

Propose 4 actions concrètes à mettre en place rapidement :

- Titrisation : il est possible de revitaliser ce marché à condition qu'au-delà de la calibration, les aspects techniques très précis qui paraissent décisifs soient bien cadrés. Nous avons tous le même objectif, que cela marche.
- Financement des infrastructures : l'Europe peut aider à bâtir un cadre d'analyse des projets pour faciliter la documentation, la diligence, la structuration des dettes. Une initiative de ce type serait de nature à aider les différents intervenants, qu'il s'agisse de banques publiques ou privées.

Pour **Philippe Maystadt, ancien directeur de la BEI**, la plate-forme de conseil en investissement (European Investment Advisory Hub) que vient de lancer la BEI dans le cadre du Plan Juncker pourrait jouer ce rôle.

- Green bonds : faciliter une sorte de « normalisation » avec une vision claire de ce qui rentre dans cette catégorie. La CMU est peut-être l'occasion d'aider le marché à travailler à l'amélioration de l'environnement de cet instrument.

A propos de cet instrument, Olivier Guersent indique que la pression est forte pour en adapter la calibration, mais la Commission ne le fera pas car la calibration prudentielle sert à informer l'investisseur du risque et ce n'est pas parce qu'un projet est « vert » qu'il est moins risqué. Analyse appuyée par Philippe Maystadt. Par contre, trouver des systèmes dans lesquels les calibrations internalisent les externalités négatives pour obliger le marché à les intégrer fait sens. C'est la synergie entre régulation financière et objectifs environnementaux.

- Financement en capital : les banques s'y intéressent, notamment pour les PME, car c'est décisif et complémentaire du financement bancaire. Reste que c'est très difficile dans la phase « scale-up »

[après le stade « start up »]. Les acteurs privés peuvent jouer un rôle, comme le montre l'expérience menée au Royaume-Uni : des grandes banques ont créé un fonds de financement en capital et cet instrument commun fonctionne. C'est un outil entièrement privé mais dont les conditions de réussite dépendent de règles publiques.

Dominique de Crayencour, Association des investisseurs de long terme

Il semble important de différencier les types d'investissement, pas seulement par secteurs ou par pays mais entre ceux qui relevaient jusqu'à récemment des budgets publics et des budgets d'Etat et ceux qui relevaient du secteur privé. Les premiers sont ceux sur lesquels les banques nationales de développement, BND, et la BEI peuvent jouer un rôle différent en ce sens que l'idée de base du Plan Juncker n'était pas seulement d'apporter une solution au « deleveraging » bancaire mais aussi à l'infrastructure, notamment sociale, en remédiant à la contrainte budgétaire des Etats. Au lieu d'utiliser les budgets pour distribuer des dons, utilisons les dons pour faire du « back up » de produits financiers. La BEI pratique cette idée depuis une dizaine d'années mais on est loin d'avoir atteint le régime de croisière que l'on peut atteindre.

S'agissant des banques et des marchés de capitaux, ne pas oublier la configuration spécifique des Partenariats Public Privé et le rôle des BND. A cet égard, la communication de la Commission est décevante alors qu'il s'agit d'un segment intermédiaire, dont la capacité d'identification et d'évaluation des projets tenant compte des externalités n'existe pas en dehors d'elles, hormis les très grands fonds de pension. Elles font le lien entre les investisseurs et le public et leur potentiel n'est pas suffisamment pris en compte.

Philippe Herzog souligne que les PPP ont beau être fondamentaux, le concept n'existe ni à la Commission ni dans l'espace parlementaire et il est même en recul sur le terrain en France, pays qui peut revendiquer une expertise. Dès lors qu'il s'agit d'investissements de long et très long terme, principalement dans le domaine des biens publics qui supposent une forme d'évaluation et de valorisation spécifique avec des concepts d'innovation industrielle, on a besoin des collectivités publiques pour évaluer les conditions nécessaires et déclencher cette innovation. Les investissements transfrontières passent par des PPP, de même dans les pays de la périphérie qui n'ont ni finance publique ni capacité publique de concevoir et développer les projets. Comment les relancer ? Pour **Dominique de Crayencour**, la garantie publique peut aider à résoudre le problème de cohésion : quand bien même on ne sait pas si et comment le risque politique dans certains pays de la périphérie peut être couvert par cette garantie, c'est un moyen d'initier le chemin qui conduira vers des eurobonds. Par ailleurs, il faut mettre en place cette culture où le secteur public doit définir des objectifs, des critères et des paramètres et où les institutions spécialisées doivent choisir les projets qui correspondent à ces objectifs, ces critères, ces paramètres.

Yvon le Moullec, représentant la CDC à Bruxelles constate une prédominance de projets d'infrastructure petits et moyens qui ne correspondent pas au champ d'action de la BEI. Les collectivités locales ont compris que le Plan Juncker ne les concernait pas mais elles ne renoncent pas pour autant à relancer l'équipement de leur territoire. Elles souhaitent trouver des solutions et il faut réfléchir à la solution d'agrégation de projets via des plateformes. Il faut définir une méthodologie et une méthode d'analyse des risques. Les BND pourraient être motrices d'un fonds de dettes européen qui pourrait assurer le financement par le marché.

Philippe Maystadt souligne qu'effectivement, pour les petits projets, la seule formule est l'agrégation mais elle suppose un intermédiaire en lequel la BEI peut avoir confiance pour l'assurer ; la collaboration avec les BND devient alors essentielle. Et rappelle qu'il avait été jusqu'à suggérer que les BND puissent bénéficier elles aussi de la garantie de la Commission.

Nicolas de Lorgeril, directeur général d'ETI Finance estime, en écho au souhait exprimé par la CDC, qu'il faut proposer aux BND de contribuer à lever des fonds. Il souligne que les investisseurs internationaux ont besoin d'une offre de fonds européens de crédit PME/ETI. Ils se sont acculturés aux fonds de prêts ou de placements privés comme diversification de leur poche obligataire dans l'environnement de taux bas actuels mais leurs investissements sont le plus souvent limités à leurs marchés domestiques sur des fonds locaux. La réglementation ELTIF (European long term investment funds), effective en décembre 2015, vise à une accélération du rôle des institutionnels via des fonds ayant vocation à être distribués sur le territoire de l'Union, sans que des initiatives précises soient actuellement lancées. ETI Finance se prépare à lancer un ELTIF, ELTISME. Il suggère que les BND puissent contribuer à son développement.

- (1) Selon les statistiques de la BCE, 42 % de la richesse financière des ménages de la zone euro (17 trillions€) est investie dans des produits monétaires et en dépôts bancaires quand les ménages américains n'y consacrent que 15 % de leur richesse financière totale (39 trillions€), préférant actions et fonds communs de placement, essentiellement pour des raisons liées à la retraite et au financement de l'éducation. Les régimes de retraite par capitalisation ont alimenté les marchés de capitaux et leur ont fourni une certaine profondeur.