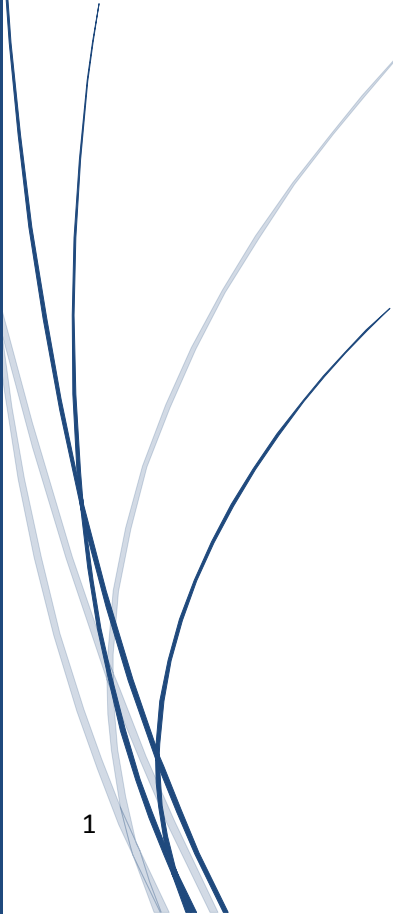




Synthèse du rapport

Normes comptables et prudentielles des intermédiaires financiers au regard de l'investissement à long terme



Sandra Rigot, Maître de conférences en économie, HDR,
Université Paris Nord (Responsable du projet)

Samira Demaria, Maître de conférences en Gestion, Université
de Nice

Ce rapport a été réalisé dans le cadre d'un partenariat avec l'Autorité des Normes Comptables (ANC), l'Institut CDC pour la Recherche (Caisse des Dépôts et Consignations) et BNP Paribas qui a débuté en juin 2013 et qui s'est achevé en décembre 2015. Ce rapport visait à étudier le cadre comptable et prudentiel des principaux intermédiaires financiers en identifiant les normes qui constitueraient des freins au financement de l'investissement à long terme. Nous tenons ici à exprimer toute notre gratitude envers nos partenaires pour leur soutien. Les universités Paris Nord et Nice Sophia Antipolis ainsi que les partenaires n'entendent donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans le rapport et la synthèse, celles-ci doivent être considérées comme propres aux auteurs.

Résumé :

Ce rapport vise à comprendre le manque d'investissement à long terme malgré l'essor d'acteurs financiers collectant une épargne abondante, en privilégiant en particulier la compréhension des exigences comptables et prudentielles en vigueur afin d'appréhender leurs limites et de prendre conscience de la nécessité d'une réforme européenne au regard de l'investissement à long terme. Il montre que les normes comptables IFRS peuvent avoir des effets différenciés selon les intermédiaires financiers et que les règles prudentielles apparaissent plus pénalisantes encore pour le financement de l'investissement à long terme.

Nos analyses nous conduisent à affirmer que ces normes peuvent être soit neutres (pour la majorité des portefeuilles de prêts et défavorables pour les prêts non *plain vanilla*), soit défavorables à certains types de placements (actions et actifs de diversification) avec le non recyclage des résultats sur les actions et le critère du cash-flow plus restrictif pour l'usage des catégories au coût et en FV OCI qui devraient être introduits par la norme IFRS 9), soit favorables (obligations) avec une évaluation au coût des obligations plus aisée, une simplification de la comptabilité de couverture, un modèle de provisionnement *expected loss*. Elles mettent également en évidence les impacts négatifs (volatilité, raccourcissement des horizons de placements, comportements pro-cycliques et court-termistes) des normes actuelles IAS 39 et IFRS 4 phase 1. Au regard de ces résultats et afin de rendre les normes comptables plus favorables à l'investissement de long terme, nous proposons l'usage du principe de prudence asymétrique et la création d'une catégorie comptable qui permettrait d'évaluer au coût certains actifs détenus effectivement à long terme (action cotées, *private equity*, parts d'infrastructure).

Quant aux exigences prudentielles (ratios de solvabilité, de liquidité et de levier), on observe qu'elles impactent négativement les portefeuilles de crédits et de titres risqués comme les actions cotées et non cotées et les infrastructures, même si ces effets doivent être relativisés. On constate que l'effet négatif des normes comptables et prudentielles se cumule sur les placements risqués au profit d'obligations d'Etats. Les incitations à mettre en œuvre pour que les banques financent les activités de long terme sans renoncer à l'intermédiation bancaire traditionnelle et à la stabilité financière, suppose d'alléger les pondérations relatives aux financements des actifs de long terme, d'élargir les actifs éligibles au *buffer* de liquidité en considérant prioritairement ceux qui servent à financer l'économie réelle (investissements productifs tangibles et intangibles) mais aussi de remettre en cause la course à la rentabilité sur capitaux propres dans laquelle certains modèles bancaires s'étaient engagés dans la décennie 2000.

Table des matières

1. Introduction.....	5
2. Une nouvelle définition de l'investissement à long terme	9
2.1. Les différentes tentatives de définitions de l'investissement à long terme	9
2.2. La première dimension : projet d'investissement long terme	12
2.3. La deuxième dimension : financement de long terme.....	12
2.4. La troisième dimension : comportement de long terme des financeurs.....	13
3. Impacts des normes comptables sur l'investissement à long terme	14
3.1. Revue de la littérature sur la comptabilité en juste valeur.....	14
3.2. Synthèse des résultats de l'enquête par entretiens et de l'étude du livre vert sur le financement de l'investissement à long terme.....	15
3.3. Recommandations comptables pour favoriser l'investissement à long terme	18
4. Impacts des normes prudentielles sur l'investissement à long terme.....	20
4.1. Les effets négatifs sur le secteur bancaire et leurs causes	20
4.2. Discussion des arguments des parties prenantes et recommandations	24
4.3. Les effets négatifs sur le secteur assurance et leurs causes	32
4.4. Discussion des arguments et recommandations des parties prenantes	32
5. Conclusion	35
6. Bibliographie non exhaustive	36

1. Introduction

La question du manque d'investissement représente aujourd'hui un enjeu majeur pour la croissance économique. En effet, l'investissement¹ (privé et public) est censé jouer un rôle d'entraînement très fort sur la conjoncture économique, à travers le multiplicateur d'investissement. L'idée est la suivante : une augmentation de l'investissement va accroître le revenu national plus que proportionnellement et inversement. Or depuis trente ans, on observe une baisse structurelle du taux d'investissement global. Un rapport de Mc Kinsey (2010) montre que ce taux est passé de 26,1% en 1974 à 21,8% du PIB mondial en 2009, soit une perte d'environ 20 trillions de dollars. Cette baisse, qui concerne essentiellement les pays développés, s'est accentuée depuis la crise de 2007. Dans la zone euro, l'investissement a particulièrement ralenti, passant de 26% du PIB en 1970 à 18% en 2013. Ces pays ont pourtant des besoins d'investissement structurants considérables liés à la nécessaire adaptation de l'appareil productif, au vieillissement de la population, au changement climatique, à la rareté des ressources naturelles... Autant de défis qui accroissent l'interdépendance des activités liées aux secteurs des infrastructures, de l'énergie, des transports et des réseaux d'information et de communication. Au niveau européen, la Commission estime que les besoins d'investissement sont d'environ 1,6 trillions d'euros d'ici à 2020 pour les infrastructures de transports transfrontières de biens et de personnes et d'énergies. De même, la transition énergétique a un coût : il faut compter de 2 à 3 % du PIB par an pendant dix ans, soit dans le cas de l'Europe environ 3000 milliards d'euros sur une décennie (Roadmap 2050). Dans les pays émergents², l'évolution est inversée³ et plus contrastée avec un boom d'investissement dans les années 2000 et un impact plus faible de la crise récente.

Cette baisse structurelle de l'investissement est préjudiciable en matière de croissance économique. Sur la période 2000-2008, le taux de croissance du PIB des pays développés et émergents était respectivement de 2% et 6,1% contre 5,3% et 5,6% sur la période 1960-1970. Les baisses les plus importantes touchent particulièrement les secteurs traditionnels de l'industrie, l'agriculture, l'exploitation minière et les infrastructures. Ces tendances sont confirmées jusqu'en 2013 (FMI, 2014). L'investissement apparaît donc comme la condition pour relancer une croissance forte, durable et créatrice d'emplois. Son niveau et son contenu d'innovation constitue des défis majeurs pour l'Europe. L'OCDE et le FMI ont d'ailleurs dénoncé le retard⁴ dans la reprise de l'investissement en Europe par rapport aux États-Unis. Outre les causes conjoncturelles relatives à la crise et aux différences de politiques économiques dans les pays développés⁵, cette baisse de l'investissement peut s'expliquer par des causes liées à la demande et l'offre de financement qui se combinent entre elles. L'investissement ne se décrétant pas, il dépend de l'offre de financement mais également des décisions d'entreprises.

¹ Au sens de formation brute de capital fixe. Il s'agit donc de capital productif.

² Contrairement aux pays développés, ces investissements concernent leur mode de croissance essentiellement l'industrie, les infrastructures (transport, énergie, télécommunications) et l'immobilier résidentiel.

³ Ce taux augmente de 28,8% à 48,7% de 1970 à 2009 pour la Chine et de 14,6% à 37,9% pour l'Inde, il passe de 19,3% à 24,1% entre 2001 et 2008 en Afrique.

⁴ La Commission Européenne (CE) s'est récemment saisie du problème en proposant la mise en place du plan Juncker, destiné à aboutir à une relance de 315 milliards d'euros sur trois ans de l'investissement en Europe.

⁵ Depuis 2010, la zone euro s'est enfermée dans une logique d'austérité : la contraction des budgets publics a nui à la demande macroéconomique, et donc à l'investissement. D'autre part, les États-Unis et le Royaume-Uni ont ouvert les vannes du crédit immobilier et de l'effet richesse sur les marchés financiers, deux moteurs permettant de soutenir la demande, et donc l'investissement.

Or ces dernières sont dans une phase de transition où elles connaissent des difficultés à se représenter les investissements de demain, de type "schumpetérien", tournés davantage vers l'innovation et la rupture. Les phases de croissance économique ayant toujours été précédées par des innovations radicales et incrémentales, tout l'enjeu actuel est de faire émerger de nouvelles innovations, qui sont par définition très incertaines, afin de réussir une transition énergétique (économie bas carbone) notamment. Côté offre de financement, l'écart entre un investissement atone et une épargne abondante peut être assimilé à une mauvaise allocation de l'épargne liée à des orientations court-termistes des marchés et des principaux intermédiaires financiers. Sur ce point, il existe depuis quelque temps un certain consensus dans la littérature académique⁶ mais aussi une prise de conscience de la part des professionnels. C'est le cas notamment du dirigeant de BlackRock, Larry Fink⁷, l'un des principaux gestionnaires d'actifs au monde, qui en 2014⁸, a adressé une lettre aux dirigeants des plus grandes entreprises américaines (S&P 500) pour les mettre en garde : « rendre du cash aux actionnaires doit faire partie d'une stratégie équilibrée ; cependant, lorsque c'est fait pour de mauvaises raisons et au détriment de l'investissement productif, cela peut mettre en danger la capacité de l'entreprise à générer du rendement à long terme ».

En cause, la logique poursuivie par les firmes non financières qui consiste à privilégier le rachat d'actions et la distribution de dividendes plutôt que l'investissement. C'est sous l'effet de la présence et de l'activisme des fonds de pension, et des fonds mutuels à qui ils délèguent la gestion d'actifs ou encore de la montée des *hedge funds* que les préoccupations sur les orientations de court terme des firmes se sont fait ressentir. Les sociétés non financières ne sont pas les seules à subir la pression de la liquidité des marchés avec des actionnaires qui peuvent vendre leurs actions si les exigences en ROE sont en dessous de la moyenne estimée par le marché et/ou si les dividendes ne sont pas à la hauteur. Dans le cas des sociétés financières, l'effet est encore plus grand car elles jouent un rôle d'intermédiaires financiers participant au financement de l'économie. Cette pression du marché peut les amener à elles aussi sélectionner des projets très risqués, rentables à court-terme au détriment de projets d'investissement à long terme, moins rentables à court-terme. A force de tout miser sur une rentabilité financière de court terme et de distribuer une part trop importante des profits présents, les entreprises réduisent la mise en place de projets d'investissement, ce qui fragilise leur capacité à dégager des profits dans l'avenir. Le risque est alors que la diminution du rythme de l'investissement productif menace les perspectives de croissance économique à long terme et les perspectives de profit elles-mêmes.

Au-delà de cet avertissement, de nombreux observateurs ont perçu les excès de la finance, depuis la crise démarrée en 2007-2008. Certains régulateurs comme Paul Volcker⁹ (ancien gouverneur de la Fed) et Lord Adair Turner¹⁰ (président de la *Financial Services Authority*) remettaient en cause, en 2009, l'utilité économique de certaines innovations financières (CDS, CDO...) (Zingales, 2015) ; tandis que des institutions internationales et des universitaires questionnaient, à travers de nombreuses études empiriques, le lien positif entre la taille du

⁶ En France on notera les travaux de Morin (1998a), Baudru et Kechidi (1998), Orléan (1999), Baudru et Lavigne (2001), Lordon (2002), Aglietta et Rebérioux (2004).

⁷ *Wall Street Journal*, 26 mars 2014

⁸ Il a récidivé en 2015 et 2016

⁹ *Wall Street Journal* du 14 décembre 2009.

¹⁰ *Financial Times* du 23 septembre 2009.

secteur financier et la croissance économique (FMI¹¹, 2014 ; Commission Européenne¹², 2013 ; Philippon et Reshef, 2012 ; Kneer, 2013 ; Jorda et al., 2014).

Parmi les pistes¹³ avancées pour expliquer ce court-termisme, il y a les exigences réglementaires qui peuvent encourager les investisseurs financiers potentiellement à long terme, à adopter des comportements de court-terme. En effet, ces intermédiaires financiers agissent dans des cadres réglementaires relativement divers, plus ou moins contraignants qui évoluent dans le temps. Depuis 2009, ces cadres ont connu des réformes d'une grande ampleur en réponse à la sévérité de la crise financière qui a révélé les faiblesses et certains excès¹⁴ de certains modèles bancaires notamment. Parmi ces réformes, on compte la réglementation prudentielle bancaire (Bâle III) et assurantielle (Solvabilité II) mais aussi la réglementation comptable (IFRS). Si ces nouvelles exigences se sont avérées nécessaires au regard de la stabilité financière et de la transparence pour renforcer la résilience du système financier en les incitant à davantage de prudence, on peut s'interroger sur la compatibilité de leurs objectifs respectifs avec le financement de l'économie. Autrement dit, ces nouvelles exigences ne peuvent-elles pas constituer des obstacles au financement de l'investissement à long terme ? Il serait souhaitable que la réglementation des intermédiaires financiers trouve un juste équilibre entre la recherche de la stabilité financière et la nécessité de financer l'économie. Ce rapport vise à apporter un nouvel éclairage, en essayant d'identifier des biais court-termistes dans la réglementation des banques et des assureurs qui sont les principaux financeurs des investissements des entreprises.

Parce qu'il est particulièrement difficile de chiffrer les impacts d'une réforme réglementaire spécifique et *a fortiori* de plusieurs réformes qui sont en cours, nous avons privilégié l'approche qualitative pour identifier leurs impacts directs et indirects sur les activités d'intermédiation des banques et assureurs (octroi de crédits et allocation d'actifs). Outre des entretiens semi-directifs¹⁵, nous avons constitué une base de données qualitatives, à partir des réponses à la consultation publique de la Commission Européenne (CE) sur le livre vert¹⁶ relatif au financement de long terme de la croissance européenne. Ce livre vert, qui a été rendu public en mars 2013, posait 30 questions que l'on peut regrouper en 8 grands domaines parmi lesquelles la définition de l'investissement à long terme, le rôle des banques

¹¹ Le rapport sur la stabilité financière mondiale du FMI (2014) s'inquiétait ainsi que les banques aient accru leurs prises de risque financier (acquisition d'actifs financiers), au détriment de leur prise de risque économique (financement de l'investissement productif par l'intermédiation financière).

¹² Dans son préambule du livre vert sur le financement de l'investissement à long terme (2013), la Commission parle d'inefficiences dans la chaîne d'intermédiation en s'appuyant sur le rapport Kay (2012), lequel propose notamment d'évaluer l'efficacité du système financier non pas sur la liquidité et les prix de marché mais sur l'utilité que les agents à capacité de financement apportent aux agents à besoin de financement.

¹³ Les nombreuses délégations d'actifs à des gérants externes qui, mis en concurrence, sont incités à prendre en compte des rendements à court terme plutôt que ceux à long terme, constituent une autre piste. Cette croissance des gérants d'actifs en allongeant la chaîne d'investissement et en la rendant plus complexe, a non seulement participé à la baisse de l'engagement des investisseurs dans l'entreprise mais a aussi induit une augmentation des coûts pour les agents à besoin de financement et une dissymétrie dans la prise de risque.

¹⁴ En particulier leur dépendance croissante au refinancement de court terme sur les marchés, leur levier excessif et la combinaison d'activités de marché risquées et d'activités de détail (Barut et al. 2015).

¹⁵ Nous avons réalisé 74 entretiens semi-directifs auprès d'institutions financières¹⁵ entre avril et novembre 2013: banques (23), assurances (18), caisses de retraite (11), régulateurs-normalisateurs (9), cabinets de conseils et autres (15) puis 3 entretiens en décembre 2014.

¹⁶ Les livres verts offrent en général un éventail d'idées dans le but de lancer une consultation à l'échelle européenne, sur une thématique précise. Les parties, organisations et individus intéressés par le sujet, sont alors invitées à exprimer par écrit leur avis sur les propositions émises, avant une date limite. Cette consultation peut alors aboutir à l'édition d'un livre blanc qui représente l'étape suivante en collectant un ensemble argumenté de propositions d'actions communautaires dans un domaine spécifique.

et des investisseurs institutionnels dans le financement de long terme, l'impact de la réglementation prudentielle et comptable des intermédiaires financiers sur l'investissement à long terme, la question de la fiscalité au regard de l'investissement à long terme... Étant donné le nombre des répondants, la diversité de leurs secteurs¹⁷ d'activité et du nombre de nationalités, cette base constitue un échantillon européen représentatif. Nous avons étudié les réponses de l'ensemble des parties prenantes (investisseurs, banques, assurances, régulateurs...) en précisant leurs points de vue et en les confrontant à la littérature académique. S'il existe une littérature théorique et empirique visant à justifier les avantages des normes comptables à la juste valeur au regard de la transparence ou encore des normes prudentielles vis-à-vis de la stabilité financière, peu d'études font le lien avec l'investissement.

Nos résultats mettent en avant des effets différenciés des normes comptables IFRS selon les activités des banques et des assureurs pour le financement de l'investissement à long terme. Nos analyses nous conduisent à affirmer que ces normes peuvent être soit neutres (crédits), soit défavorables à certains types de placements (actions et actifs de diversification) avec le non recyclage des résultats sur les actions et le critère du cash-flow plus restrictif pour l'usage des catégories au coût et en FV OCI introduits par la norme IFRS 9, soit favorables (obligations) avec une évaluation au coût des obligations plus aisée, une simplification de la comptabilité de couverture, un modèle de provisionnement en pertes attendues (*expected loss*). Elles mettent également en évidence les impacts négatifs (volatilité, raccourcissement des horizons de placements, comportements pro-cycliques et court-termistes) des normes actuelles IAS 39 et IFRS 4 phase 1. Au regard de ces résultats et afin de rendre les normes comptables plus favorables à l'investissement de long terme, nous proposons l'usage du principe de prudence asymétrique et la création d'une catégorie comptable qui permettrait d'évaluer au coût certains actifs détenus effectivement à long terme (actions cotées, *private equity*, parts d'infrastructure).

Le rapport montre également que les règles prudentielles apparaissent plus pénalisantes encore pour le financement de l'investissement à long terme, et qu'elles connaissent des limites liées à l'empilement et l'interaction des textes, leur complexité et technicité, leur instabilité et enfin au développement du *shadow banking*. On observe que les nouvelles exigences prudentielles (ratios de solvabilité, de liquidité et de levier) impactent négativement les portefeuilles de crédits et de titres risqués comme les actions cotées et non cotées et les infrastructures, même si ces effets doivent être relativisés. On constate que l'effet négatif des normes comptables et prudentielles se cumule sur les placements risqués au profit d'obligations d'Etats. Les incitations à mettre en œuvre pour que les banques financent les activités de long terme sans renoncer à l'intermédiation bancaire traditionnelle et à la stabilité financière, suppose d'alléger les pondérations relatives aux financements des actifs de long terme, d'élargir les actifs éligibles au *buffer* de liquidité en considérant ceux qui servent à financer l'économie réelle (investissements productifs tangibles et intangibles).

Le chapitre 1 présente les différentes méthodes de recherche mises en place dans cette étude ainsi que la nature des données mobilisées: des données qualitatives originales issues d'entretiens semi-directifs et de la consultation publique de la Commission Européenne (CE) sur le livre vert relatif au financement de long terme de la croissance européenne en France et

¹⁷ Nous avons regroupé les 11 catégories définies par la CE en 5 grands groupes de répondants : les intermédiaires financiers (banques assurance, fonds de pension, autres fonds d'investissement), les intermédiaires de marché (auditeurs, comptables, consultants, opérateurs de marché), les régulateurs et superviseurs, la société civile et les sociétés non financières.

en Europe. **Le chapitre 2** a pour objectif de clarifier la notion d'investissement à long terme et d'identifier ses sources en tentant de dépasser les limites des définitions précédentes. Cet exercice semble indispensable car la définition du long terme est un préalable à tout changement à mettre en œuvre pour modifier les incitations des parties prenantes. **Le chapitre 3** présente les normes comptables applicables aux banques et assureurs cotés. Il fait un bref rappel historique du processus de normalisation internationale ; présente puis critique les fondements théoriques des normes comptables IFRS ; identifie les principales normes applicables à la comptabilisation et l'évaluation des placements financiers. **Le chapitre 4** présente les effets des normes comptables IFRS sur le financement de l'investissement à long terme des banques et assurances, à partir d'analyses qualitatives. Il identifie les impacts avérés de la norme IAS 39 et ceux potentiels de la norme IFRS 9 sur les activités bancaires et assurantielles et détaille nos recommandations comptables pour favoriser l'investissement à long terme. **Le chapitre 5** présente les principales contraintes prudentielles bancaires et leur évolution depuis quarante ans. Il se focalise en particulier sur les normes post crise 2007 afin d'étudier leurs impacts potentiels sur les activités bancaires, à partir d'une analyse qualitative et discute les arguments des parties prenantes pour dégager des recommandations. **Le chapitre 6** présente les principales exigences prudentielles des compagnies d'assurance en Europe. Il se focalise en particulier sur la directive Solvabilité II et son évolution afin d'étudier son impact potentiel sur les placements des assurances. **Le chapitre 7**¹⁸ présente les principales contraintes réglementaires et comptables des fonds de pension et des sociétés cotées ayant des engagements de retraite par capitalisation et étudie leurs effets sur les stratégies de placement des fonds de pension à prestations définies américains, canadiens et néerlandais (1990-2011) et des sociétés financières cotées européennes (2005-2011).

2. Une nouvelle définition de l'investissement à long terme

2.1. Les différentes tentatives de définitions de l'investissement à long terme

L'enjeu de définir l'investissement à long terme est d'autant plus crucial qu'il n'existe pas de définition légale et encore moins universelle. Certes, on dénombre quelques tentatives mais aucune n'a recueilli de consensus. Celles-ci recouvrent trois dimensions relatives soit i) à la nature du projet long terme à financer ; soit ii) au mode de financement de ce projet long terme ; ou encore iii) au comportement de long terme des financeurs (voir tableau 1).

¹⁸ Cette synthèse n'abordera pas ce chapitre.

Tableau 1 : Récapitulatif des dimensions de la notion de l'investissement à long terme

3 dimensions de Inv. long terme	Dimension 1 Nature projet long terme	Dimension 2 : Financement long terme	Dimension3 Comportement long terme
Sous dimension 1	Investissement productifs tangibles et intangibles (G30, OCDE)	Nature des ressources (Aglietta et al.)	Stratégies de placement (Aglietta et al., OCDE, WEF)
Sous dimension 2		Investisseurs postulés à long terme (Aglietta et al.)	Gouvernance d'entreprise (OCDE)

Source : auteurs

- **La première dimension (projet d'investissement long terme)** s'inscrit dans l'économie réelle. Elle renvoie aux domaines dans lesquels il faut investir pour soutenir la croissance de long terme et aux types de sociétés qu'il faut financer.
- **La deuxième dimension (financement de long terme)** relève de la sphère de la finance impliquant des modes de financement pouvant être appréhendés de deux manières principales : la nature des ressources préalables et les acteurs susceptibles de financer ces projets de long terme tels que définis dans la dimension 1.
- **La troisième dimension (comportement de long terme des financeurs)** concerne le comportement des financeurs de projets long terme, qui est lié à leurs stratégies de placements et à la gouvernance d'entreprise.

Aglietta et Rigot, (2007, 2009) définissent l'investissement à long terme par le comportement de placement que devraient adopter des investisseurs ayant un passif de long terme. Parce qu'ils sont structurellement moins exposés au risque de liquidité (retraits d'épargne non anticipés), ces investisseurs¹⁹ devraient théoriquement adopter une allocation d'actifs spécifique, qui est déconnectée de leur capacité à se financer à court terme et qui vise des rendements long terme compatibles avec leurs engagements de passif. Une telle gestion est associée à une allocation dynamique inspirée d'une généralisation de la théorie standard afin de bénéficier d'une diversification temporelle (Campbell et Viceira²⁰ ; 2005). Grâce à la stratégie de lissage des chocs de rendements de l'actif, un investisseur à long terme peut chercher à bénéficier d'une relation performance-risque plus favorable qu'un investisseur de court terme (Gollier, 2002). Ceci doit l'inciter à choisir une stratégie de portefeuille plus favorable aux actifs qui apparaissent risqués sur un horizon de court terme mais moins risqués à long terme (Gollier, Janci, 2010; Gollier, 2015 ; Kessler, 2015). Ce type d'allocation dynamique liée à la couverture intertemporelle des actifs a des conséquences sur la gestion d'actifs. Elle conduit au rebalancement (*rebalancing*) qui est le processus conduisant à acheter ou à vendre des actifs financiers pour conserver la proportion optimale selon l'allocation stratégique de long terme. L'opportunité d'un *rebalancing* doit être le fruit d'une analyse des écarts entre les allocations réelles et les allocations cibles (stratégiques). Si ces écarts sont temporaires, alors l'opportunité de changer la structure est inefficace et *vice versa*. Cette prise en compte de la couverture inter-temporelle implique une stratégie contrariante ou contra-cyclique en fonction d'une analyse de long terme des actifs.

¹⁹ Tels les fonds de pension à prestations définies, les compagnies d'assurance et les fonds perpétuels (fonds souverains, fonds de dotations universitaires, fonds de lissage de retraite...).

²⁰ Ces derniers ont observé, selon les temporalités, des persistance et des effets de retour à la moyenne dans les actifs boursiers et obligataires. Autrement dit, lorsque les rendements des actifs financiers varient dans le temps, la structure des risques et l'arbitrage entre rendements et risques sont fonction du temps.

L'OCDE se distingue en proposant une définition basée sur 3 caractéristiques : i) un capital productif (développement des infrastructures, initiatives pour la croissance verte, financement des PME) ; ii) un capital patient (capacité à détenir des actifs sur des périodes longues et promotion de stratégies moins pro-cycliques pour avoir des rendements plus élevés à long terme et favoriser une plus grande stabilité financière) ; iii) un capital engagé (meilleure *corporate governance* via l'exercice de droits de vote). Le *World Economic Forum* (2012) définit l'investissement à long terme comme un investissement avec une intention de détention d'actifs financiers d'une durée illimitée pour un investisseur ayant le potentiel de le faire. Un tel investissement suppose une détention d'au moins 10 ans ou en adéquation avec la durée d'un cycle d'affaire entier. Pour le G30 (2013) l'investissement à long terme correspond à des dépenses dans différents types d'infrastructures permettant d'augmenter les capacités de production d'une économie. Cela comprend des actifs tangibles (routes, ponts, ports, usines, hôpitaux...) et des actifs intangibles (éducation et recherche et développement) qui accroissent les perspectives futures en matière d'innovation et de compétitivité. La plupart de ces actifs sont de biens publics qui non seulement génèrent un rendement social élevé mais aussi permettent aux entreprises de produire plus de biens et services avec des ressources plus rares, augmentant ainsi la croissance de la productivité.

On observe que les définitions de l'OCDE, du G30, du WEF et d'Aglietta et Rigot ne recouvrent qu'une seule voire deux dimensions sur les trois envisagées. Dans la mesure où l'investissement de long terme implique une chaîne d'acteurs où les comportements des uns doivent être cohérents avec ceux des autres, nous considérons que ces trois dimensions sont complémentaires. En conséquence, la réunion de ces dimensions est essentielle pour définir l'investissement à long terme car elle permet de dépasser les limites des définitions antérieures pour arriver à une définition universelle, dont on voit bien qu'elle est nécessaire à la mise en place de mécanismes d'incitation favorisant l'investissement à long terme. L'exploitation des réponses aux questions²¹ 1 et 2 du livre vert nous permet de mettre en évidence des consensus, plus ou moins larges, sur ces trois dimensions complémentaires de la notion d'investissement à long terme (voir tableau 2).

²¹ Question 1 : Êtes-vous d'accord avec l'analyse relative à l'offre et les caractéristiques de financement de long terme ? Question 2 : Avez-vous un point de vue plus approprié de la définition du financement de long terme ?

Tableau 2 : Récapitulatif des dimensions de la notion de l'investissement à long terme

3 dimensions de Inv. LT	Dimension 1 : nature projet long terme	Dimension 2 : Financement long terme	Dimension 3 : Comportement long terme
Sous dimension 1	Objectif <i>Croissance LT/ durable</i>	Nature des ressources <i>Epargne LT et/ou stables</i>	Stratégies de placement <i>(contrariantes, faible turn over, détention minimale de 5 ans d'un actif financier)</i>
Sous dimension 2	Nature des actifs et acteurs à financer <i>Investissements productifs tangibles et intangibles LT >> en priorité CT, MT</i>	Instruments/véhicules <i>Ad hoc LT</i>	Gouvernance d'entreprise <i>partenariale</i>
Sous dimension 3		Acteurs financeurs <i>Investisseurs de LT Banques de développement Banque publiques d'investissement</i>	

Source : auteurs

2.2. La première dimension : projet d'investissement long terme

Dans cette dimension, l'objectif principal recherché de ce type d'investissement est la croissance²² de long terme (dimension 1.1). La 2ème sous dimension (1.2) (nature du projet d'investissement) suppose que l'investissement à long terme repose sur l'investissement dans du capital productif, i.e. celui qui, en engageant durablement des ressources financières, permet de créer de nouvelles unités de production, d'innover et d'améliorer le processus de production. Ce type de capital est à distinguer du capital financier qui, s'il implique une prise de risque de la part de l'entreprise qui réalise cet investissement, ne consiste pas directement à déplacer les frontières de production. Il n'apporte pas directement une contribution à la production de l'économie réelle. Ainsi pour ces raisons, les caractéristiques liées à la nature de ces projets d'investissement à long terme devraient être uniquement des actifs productifs tangibles ou/et intangibles, plutôt que des actifs financiers. De plus, ce capital productif s'inscrit dans le temps. Il peut se faire à différentes échéances court, moyen et long terme mais ce qui importe c'est son renouvellement.

Définir la nature du projet en lien avec la croissance de long terme est nécessaire mais pas suffisant car les besoins de long terme doivent être en partie financés par des agents qui ont de l'épargne excédentaire. C'est pourquoi la deuxième dimension de l'investissement à long terme liée au financement à long terme est nécessaire. Celle-ci se subdivise en trois sous dimensions.

2.3. La deuxième dimension : financement de long terme

²² Certains répondants soulignent que ces investissements devraient s'orienter vers le développement d'innovations et d'infrastructures contribuant à répondre aux problèmes du changement climatique.

La première sous dimension (2.1) (nature de l'épargne) concerne les préférences des agents à capacité de financement qui ont un surplus d'épargne. Leurs ressources peuvent être à plus ou moins court terme, publiques/privées, internes/externes. Nous pensons qu'une épargne longue (contractuelle et/ou statistique) doit être privilégiée dans la mesure où elle implique une contrainte de liquidité moindre pour le financeur. La deuxième sous dimension (2.2) (instruments de financement de long terme) pose la question des véhicules/instruments à promouvoir pour le financement de projets d'investissement à long terme. Dans la mesure où derrière ces projets, il y a des entreprises qui doivent se projeter dans l'avenir, nous pensons qu'il est nécessaire de développer davantage la gamme d'instruments financiers long terme *ad hoc* (fonds européens de long terme, obligations long terme...) qui s'adresseraient en priorité aux investisseurs dits de long terme. Dans la troisième sous dimension (2.3) (financeurs de long terme), il s'agit de trouver les acteurs susceptibles de s'engager à un horizon suffisamment long dans le financement de la croissance de long terme. De tels acteurs pourraient être les investisseurs de long terme qui ont un passif de long terme (fonds de pension, compagnies d'assurance vie...) ou encore des banques de développement ou publiques d'investissement.

Si cette deuxième dimension est importante car elle met en avant la nécessité de promouvoir une épargne préalable et des supports financiers de long terme spécifiques, là encore elle ne saurait suffire car se pose la question du comportement de long terme effectif des financeurs (troisième dimension). Un investisseur ayant des ressources longues peut très bien privilégier des placements court-terme pour des raisons diverses (concurrence, réglementations, mécanismes d'incitations). D'où la nécessité de prendre en compte une troisième dimension qui vise à définir ce qu'est un comportement de long terme, en se différenciant d'un comportement de court terme.

2.4. La troisième dimension : comportement de long terme des financeurs

Ces trois dimensions étant complémentaires, l'adéquation avec les deux précédentes dimensions implique un engagement *a minima* des financeurs. Remettre en cause la durée de l'engagement financier, reviendrait à renier les projets d'avenir. L'entreprise est bien une institution destinée à se reproduire dans le temps, même si certains des financeurs (prêteurs et actionnaires) ne souhaitent la suivre que sur une partie du chemin. En cas de désaccord stratégique majeur, certains financeurs, à défaut de pouvoir réorienter la stratégie, peuvent décider de se désengager, en retirant leurs capitaux de l'entreprise. Autrement dit, il est nécessaire que les investisseurs/actionnaires acceptent une forme d'illiquidité de leurs placements pour que l'investissement productif ait lieu, et que cet investissement nourrisse en retour les perspectives de profits futurs qui sont les garantes de la valorisation de l'action à long terme. Acquérir une action ne saurait suffire pour déterminer un comportement de long terme par un investisseur.

La première sous dimension (3.1) (stratégies de placements de long terme) concerne l'allocation d'actifs des intermédiaires financiers visant à financer des projets de long terme. Nous postulons que de tels intermédiaires devraient adopter des stratégies de placement contrariantes ou contra-cycliques liées à une allocation dynamique flexible -avec *rebalancing*- (à l'opposé d'une gestion *momentum*) impliquant un faible taux de rotation de portefeuille. Notre analyse des réponses montre qu'un consensus semble se porter sur la durée de 5 ans ; ce résultat est d'ailleurs corroboré par la Commission Européenne dans son résumé. Pour les intermédiaires bancaires dans leur fonction traditionnelle, un comportement de long terme est

à associer à leur capacité à faire des prêts de différentes maturités et à garder ces prêts dans leur bilan pour conserver une relation de long terme avec ceux à qui elles accordent un financement. Par ailleurs, cet engagement de long terme nécessaire passe par la promotion d'une gouvernance partenariale tant au niveau des gestionnaires d'actifs que des entreprises dans lesquelles ils placent leurs fonds (dimension 3.2). En effet, ces entreprises peuvent être définies comme des institutions qui font intervenir plusieurs parties prenantes telles des actionnaires, administrateurs, gérants, fournisseurs, clients. Pour faire en sorte que cette entreprise perçue comme une communauté puisse se projeter dans l'avenir, ces parties prenantes doivent entretenir des relations durables. Un tel dessein rend nécessaire l'idée d'engagement assez long qui doit se traduire dans les instruments. Il semble qu'un certain nombre de ces conditions aient été retenues par la Commission pour les investisseurs souhaitant s'engager dans le fonds européen de long terme (ELTIF) entré en vigueur en décembre 2015, que ce soit sur la durée (5 ans) qui correspond à l'insertion d'une dose d'illiquidité dans la gestion d'actifs ou encore les projets d'investissement long terme précisément visés (actifs réels) dans ce type de fonds, sans compter les interdictions liées à certaines innovations financières.

La définition de l'investissement à long terme selon ces trois dimensions complémentaires²³ constituera notre grille d'analyse pour identifier les biais court-termistes potentiels de la réglementation comptable et prudentielle des banques et assureurs.

3. Impacts des normes comptables sur l'investissement à long terme

3.1. Revue de la littérature sur la comptabilité en juste valeur

Avant d'identifier les impacts effectifs et potentiels des normes comptables sur l'investissement et le financement de long terme, nous nous sommes attachés à présenter le processus de normalisation comptable en Europe²⁴ et à identifier les fondements théoriques des normes comptables actuellement en vigueur. Dans la lignée de la théorie de l'agence qui estime qu'il faut réduire l'asymétrie informationnelle existant entre les actionnaires et les managers, l'objectif des normes IFRS est de fournir aux investisseurs actuels et potentiels une information permettant la prise de décisions économiques (achat/vente de titres). Pour cela, les normes IFRS s'insèrent dans le cadre de la théorie des marchés efficients, puisqu'elles retiennent comme mode d'évaluation principal, la juste valeur indexée sur la valeur de marché. Ce modèle est reconnu pour véhiculer une information transparente, vérifiable et pertinente pour la prise de décision.

La plupart des travaux empiriques²⁵ montrent que ce mode d'évaluation conduit à augmenter la pertinence informationnelle des données comptables pour l'investisseur par rapport à une évaluation au coût amorti. Plus précisément, ces études estiment la qualité de l'information en juste valeur en identifiant son impact soit sur le cours boursier soit sur la valeur boursière des capitaux propres de la firme (à partir de modèle de régressions statistiques). Cependant la plupart de ces résultats sont à relativiser, car ils portent uniquement sur des portefeuilles

²³ Dimensions qui doivent être respectées ensemble.

²⁴ Dans cette synthèse nous n'aborderons pas la présentation du processus de normalisation comptable en Europe.

²⁵ Bernard 1995; Barth, Beaver et Landsman 1996a; Eccher, Ramesh et Ramu Thiagarajan 1996a; Nelson 1996; Laux et Leuz 2009; Magnan 2009.

d'actions cotées (pas ou peu d'études portent sur les autres types de placement comme les obligations ou les actifs de diversifications) ; surtout ils ne sont pas en mesure de prouver indiscutablement la supériorité de ce modèle d'évaluation sur celui du coût. Par ailleurs, les résultats sont faiblement significatifs statistiquement, des omissions de variables explicatives sont possibles. Certaines études montrent des effets négatifs de la juste valeur, comme la hausse de la volatilité par exemple.

Les détracteurs de la comptabilité en juste valeur critiquent particulièrement les effets de ce mode de valorisation sur les états financiers et les comportements des acteurs (investisseurs et managers)²⁶. Ainsi la comptabilité en juste valeur introduit de la volatilité dans les états financiers (au niveau des valorisations de portefeuilles et des capitaux propres dans lesquels sont enregistrés les écarts d'évaluation) en particulier pour les investissements de moyen et long terme qui ont vocation à rester durablement dans le patrimoine de la société. En outre, la comptabilité en juste valeur conduit à des stratégies pro-cycliques et court-termistes, car en diffusant en permanence la valeur instantanée, les acteurs ont tendance à réagir de façon instantanée (stratégies *momentum*) en se détachant des stratégies initiales de long terme.

3.2. Synthèse des résultats de l'enquête par entretiens et de l'étude du livre vert sur le financement de l'investissement à long terme

Au regard de ce travail préliminaire de compréhension du système comptable international, nous avons cherché à identifier les impacts des normes IFRS sur l'investissement et financement de long terme des établissements bancaires et des sociétés d'assurance. Pour cela nous avons analysé les réponses au livre vert de la CE sur l'investissement de long terme²⁷ et mené une série d'entretiens semi-directifs auprès des différentes parties prenantes (responsables dans des institutions, consultants, normalisateurs, régulateurs). Les résultats issus de ces enquêtes sont analysés à la lumière des travaux académiques étudiés dans la revue de la littérature. En premier lieu, nous observons un consensus selon lequel l'investissement et le financement de long terme sont principalement affectés par la norme IAS 39 sur les instruments financiers, laquelle sera remplacée²⁸ à partir du 1^{er} janvier 2018 par la norme IFRS 9.

Nos travaux ont mis en évidence des impacts communs aux deux secteurs puis des impacts spécifiques au secteur bancaire et à celui des assurances. D'abord il est apparu que la norme IAS 39 entrée en vigueur en 2005 n'a pas eu d'impact sur l'activité de financement de long terme opérée par les établissements bancaires. En effet cette norme préconise une évaluation au coût (similaire aux normes françaises) pour les prêts et créances, autorisant une gestion de ces portefeuilles sur un horizon de long terme. Concernant les sociétés d'assurance, nos études ont mis en exergue plusieurs effets sur l'activité d'investissement à long terme liés d'une part, à l'inadéquation des normes IFRS actuelles au métier de l'assurance et, d'autre part, aux états financiers et au comportement des acteurs (voir tableau 1).

²⁶ Barlev et Haddad 2003; Perry et Nolke 2007; Hitz 2007; Plantin, Sapra et Song Shin 2008; Jaggi, Winder et Lee 2010; Sapra 2010; Zhang et Andrew 2014.

²⁷ La question 20 du livre vert est la suivante : Selon vous, dans quelle mesure la comptabilisation à la juste valeur (JV) ou la *fair value* (FV) a-t-elle entraîné un comportement court-termiste des investisseurs ? Existe-t-il des alternatives à la juste valeur, ou d'autres moyens permettant de compenser ces effets ?

²⁸ A l'exception du secteur assurance qui fait l'objet d'un report d'application.

Tableau 3 : Les effets des normes IFRS 4 et IAS 39 sur les activités d'assurance

Impacts techniques des normes sur l'ILT	Impacts des normes sur les états financiers	Impacts des normes sur les comportements des acteurs
<p>IAS 39 : catégorie HTM inadaptée à la comptabilisation des investissements de long terme du fait de la <i>tainting rule</i> (sanction en cas de vente avant terme d'un actif de la catégorie).</p>	<p>L'évaluation à la juste valeur a introduit de la volatilité dans les états financiers des sociétés d'assurance. Les investissements de long terme sont donc réévalués à chaque fin de période, et leurs variations sont affectés en OCI (en capitaux propres). Ces réévaluations représentent les variations de marché et non la performance réelle des investissements de long terme.</p>	<p>Face aux variations des investissements de long terme, les gestionnaires adoptent des comportements <i>momentum</i> et revoient leurs allocations d'actifs plus fréquemment, on assiste donc à un raccourcissement de la durée de détention des actifs de long terme.</p>
<p>La norme IFRS 4 phase 1 ne réglemente pas l'évaluation et la comptabilisation des passifs d'assurance qui restent évalués au coût selon les normes françaises. Il y a donc une incohérence comptable entre les actifs évalués en juste valeur et les passifs qui le sont au coût.</p>		<p>Les acteurs adoptent des comportements pro-cycliques en calquant la stratégie d'investissement sur les variations de valeur de marché des actifs. Cela conduit à accentuer les cycles de baisse ou de hausse des marchés financiers.</p>

Source : auteurs

Puis, nous avons étudié les effets potentiels de la norme IFRS 9 (visant à remplacer IAS 39) sur les activités de long terme des banques et assurances. Nous avons identifié à la fois des impacts potentiellement positifs et préjudiciables pour l'investissement à long terme (voir tableau 2). En revanche, la norme IFRS 4 phase 2 sur les contrats d'assurance n'ayant pas été publiée, nous n'avons pu identifier de biais, qui le cas échéant pourraient en résulter.

Tableau 4 : Les effets potentiels d'IFRS 9 sur l'activité d'investissement à long terme des banques et assurances

	Introduction du critère du cash flow pur déterminer le mode d'évaluation	Suppression de la <i>tainting rule</i>	Les actions sont par défaut évaluées en FV P&L	Assouplissement des modalités de la comptabilité de couverture
Evolution normative	La norme impose à un actif de respecter le <i>SPPI test</i> ²⁹ pour pouvoir être évalué au coût ou en FV OCI	Les actifs respectant le SPPI test pourront être évalués au coût s'ils ont un <i>business model</i> de long terme	Seules les actions dites stratégiques pourront être évaluées en FV OCI mais dans ce cas sans recyclage au compte de résultat lors de la cession	Simplification des critères d'éligibilité à la comptabilité de couverture et assouplissement des critères d'efficacité de la couverture
Effets potentiels	De nombreux actifs vont changer de catégorie (passage en FV P&L) : actions cotés et non cotés, obligations non <i>plain vanilla</i> , prêts avec des taux structurés, certaines tranches de prêts titrisés, parts d'infrastructures	Hausse de l'investissement en obligations qui pourront être évaluées au coût	Baisse de l'investissement en actions	Meilleure représentation des activités de couvertures des actifs à long terme
Effets sur l'investissement long terme	Défavorable	Favorable	Défavorable	Favorable

Source : auteurs

Ainsi, il ressort que les investissements de long terme des banques et des assurances seront potentiellement impactés de la sorte par la norme IFRS 9 :

- Les placements en actions sont fortement pénalisés
- Les placements dans des actifs de diversification (*private equity*, parts d'infrastructures) sont pénalisés
- Les placements en obligations sont globalement favorisés
- Les placements court-terme ne sont pas affectés.

Par ailleurs, la norme IFRS 9 aura des effets sur l'activité de prêts des établissements bancaires car elle modifie à la fois les critères permettant de déterminer le mode d'évaluation (juste valeur ou coût) et les méthodes de provisionnement (voir tableau 3).

²⁹ Le *SPPI test* stipule que les flux de trésorerie engendré par l'actif doivent être constitués uniquement de remboursement de capital et de la rémunération de la valeur temps de l'argent, dans ce cas un actif est considéré comme *plain vanilla*.

Tableau 5 : Les effets potentiels d'IFRS 9 sur l'activité de financement bancaire à long terme

	Evaluation des prêts	Provisionnement des prêts
Evolution normative	Application du <i>SPPI test</i> aux prêts Le guide d'application précise les critères d'application aux prêts	Passage d'un modèle en pertes avérées à un modèle en pertes attendues ³⁰
Effets potentiels	La majorité des prêts seront considérés comme <i>plain vanilla</i> et pourront être évalués au coût Les prêts non <i>plain vanilla</i> seront évalués en FV P&L	Hausse du montant des provisions Hausse du coût des crédits
Effets sur le financement long terme	Neutre	Défavorable pour les catégories de prêts à long terme (risque de défaut supérieur)

Source : les auteurs

Il ressort de nos travaux que les normes comptables IFRS ont tendance à :

- défavoriser les placements stables et contra-cycliques en actions et les actifs de diversification
- favoriser les placements obligataires *plain vanilla*
- être neutres pour la majorité des portefeuilles de prêts et défavorables pour les prêts non *plain vanilla*

La volonté de transparence et de neutralité qui prime dans ces normes participe à véhiculer une vision instantanée des portefeuilles qui va à l'encontre de ce que pourrait être un financement long nécessaire aux projets d'investissement de long terme. Elles ne sont pas adaptées à la pratique de l'investissement de long terme comme une gestion contrariante ou contra-cyclique qui découle d'une allocation dynamique flexible dans le temps. Il est intéressant de noter que les trois années de l'étude (2013-2015) nous ont permis d'étudier différents projets normatifs (sur IFRS 9 et IFRS 4) qui n'ont pas tous abouti. Au cours de la période nous avons pu observer les craintes et doutes des parties prenantes sur ces projets pouvant affecter les activités de long terme. Certains de ces projets comportaient des biais court-termistes plus importants.

3.3. Recommandations comptables pour favoriser l'investissement à long terme

Cette étude de terrain a permis de mettre en exergue les points de vue des parties prenantes bancaires et assurantielles sur l'effet des normes comptables IFRS relatif au financement de l'investissement à long terme. Les résultats révèlent les difficultés introduites par les normes comptables IFRS concernant la gestion des actifs détenus à long terme. Au regard de ces éléments et de la revue de la littérature nous faisons des propositions afin de mieux prendre en compte les spécificités des activités de long terme dans la normalisation comptable en IFRS. Ces propositions s'appuient sur le principe de prudence asymétrique qui consiste à comptabiliser uniquement les pertes latentes et non les gains latents. Une telle conception de

³⁰ Sous IAS 39 le provisionnement s'effectue selon le modèle en pertes avérées (c'est à dire qu'il doit y avoir un élément déclencheur pour comptabiliser une provision), alors que sous IFRS 9 le provisionnement s'effectuera selon le modèle en pertes attendues (provisionnement sur des bases statistiques).

la prudence s'oppose à celle préconisée par l'IASB équivalente à un principe de neutralité conduisant la comptabilisation à la fois des gains et pertes latentes.

Propositions communes aux secteurs banque et assurance : L'analyse des résultats des entretiens et du livre vert sur l'investissement de long terme a montré que les normes IFRS ne posaient pas de problème pour la comptabilisation des instruments de dette à long terme. C'est pourquoi, nous ne faisons pas de proposition pour cette classe d'actif. Toutefois, notre étude a mis en lumière un problème concernant la comptabilisation et l'évaluation des portefeuilles actions (cotées et non cotées) détenues à moyen et long terme. En effet, la norme IFRS 9 interdit le recyclage des gains/pertes lors de la cession du titre, ce qui conduira à ne jamais comptabiliser au compte de résultat la performance des placements. Cette situation est commune aux secteurs banques, assurances et sociétés non financières. L'identification de ces effets nous conduit à faire les propositions suivantes :

- **Pour les actions (cotées) détenues à court terme (inférieur à 1 an)** : utilisation d'une évaluation à la FV P&L. L'intention de gestion de ces actions est d'avoir un taux de rotation élevé pour viser des rendements les plus élevés possibles sur une durée très court terme. Cela correspond à la vision du court terme de l'IASB
- **Pour les actions (cotées et non cotées) détenues à moyen terme (entre 1 et 5 ans)** ; utilisation de la classe FV OCI mais en permettant le recyclage des gains et pertes réalisés lors de la cession au compte de résultat. Dans la mesure où on a affaire à un engagement à plus long terme de la part de l'actionnaire, l'intention de gestion et la méthode d'évaluation doit se distinguer d'un actionnaire détenant des actions à court terme. On s'écarte progressivement de la vision court-termiste de l'IASB assez réductrice.
- **Pour les actions (cotées et non cotées) détenues à long terme (supérieur à 5 ans)** : utilisation d'une évaluation au coût, par le biais de la **création d'une catégorie comptable** spécifique aux placements actions détenus à long terme.

Dans la mesure où l'investissement de long terme n'est pas propre aux secteurs banques et assurances, cette catégorie comptable pourrait s'appliquer à l'ensemble des acteurs pratiquant la détention longue d'actifs financiers. Cette dernière devrait être assortie d'un certain nombre de conditions liées à un comportement effectif de placements.

Cette catégorie comptable de long terme pourrait répondre aux critères suivants :

- **Evaluation au coût assorti** d'un modèle de provisionnement permettant de constater les pertes latentes en cas de baisse de la valeur
- **Utilisation du *rebalancing*** qui autorise des réallocations du portefeuille et donc une gestion active mais dans le but de coller au mieux à l'allocation stratégique définie sur le long terme, impliquant ainsi un taux de rotation maîtrisé. L'objectif reste l'allocation de long terme visant des rendements de long terme. Le *rebalancing* permet de s'assurer que l'allocation courante est bien conforme à celle de long terme (allocation stratégique). Il se différencie de l'allocation tactique qui vise à profiter des évolutions favorables de marché sans benchmark de long terme.
- **Détermination d'une durée de détention minimum** qui pourrait être 5 ans selon le consensus des répondants sur la notion d'investissement à long terme. Cette durée de 5 ans est également celle retenue par la CE pour son fonds européen de long terme qui entre en vigueur par règlement le 15 décembre 2015.

- **Diffusion obligatoire en annexe des informations suivantes** : composition du portefeuille, évolution du portefeuille avec justification du *rebalancing* et juste valeur des actifs.

Pour les **actions détenues à moyen et long terme** (évaluées soit par FV OCI, soit au coût), il sera nécessaire de mettre en place un système de provisionnement en cas de pertes latentes. Cette provision viserait à impacter le compte de résultat au fur et à mesure des pertes estimées. Concernant les **actifs de diversification (*private equity* et **part d'infrastructures**³¹)**, nous recommandons que ceux représentant des investissements de long terme (supérieur à 5 ans) comme le *private equity* (le capital investissement apportant un capital à une entreprise innovante devrait être prioritaire) et les parts d'infrastructures puissent être évaluées au coût amorti conformément à la classe comptable à long terme définie ci-dessus. Par ailleurs, nous estimons que si ces actifs sont évalués en juste valeur il est important de permettre le changement de catégorie comptable en cas de crise de liquidité (reclassement au coût conformément à l'amendement introduit dans IAS 39 suite à la crise financière).

Proposition spécifique au secteur bancaire : Si notre étude montre que le changement de principe de provisionnement était nécessaire au regard des écueils du mode provisionnement en pertes avérées (sous-provisionnement, provisionnement trop tardif et pro-cyclique), elle met aussi l'accent sur l'importance de calibrer correctement le montant des provisions liées aux pertes attendues sur crédits sains et sur le seuil de passage à des crédits détériorés, afin de ne pas pénaliser les prêts longs, qui sont plus risqués par essence. C'est pourquoi nous préconisons que la détermination du provisionnement **prenne en compte la succession des *cash flows***³². En effet, il faudrait intégrer dans le modèle de calcul les intérêts qui seront perçus sur la période de provisionnement ; ces derniers étant la traduction du risque estimé par les praticiens lors de l'attribution du crédit.

4. Impacts des normes prudentielles sur l'investissement à long terme

4.1. Les effets négatifs sur le secteur bancaire et leurs causes

L'estimation chiffrée du coût économique³³ des réformes financières a fait l'objet de plusieurs études d'impact (Institut de la finance internationale, OCDE, Comité de Bâle, FMI, CE...), mais ces travaux aboutissent à des résultats différenciés liés aux modèles, hypothèses et mesures réglementaires retenus. Il ressort toutefois que les réglementations ont toutes un impact en termes de coûts qui se traduisent par une pression sur les résultats, les fonds propres et les activités de marché des banques. Nous avons privilégié l'approche qualitative pour identifier les impacts directs et indirects sur les activités d'intermédiation des banques et assureurs (octroi de crédits et allocation d'actifs).

Sur les 257 réponses traitées³⁴ à la consultation européenne sur le livre vert, 113 ont évoqué les enjeux prudentiels et 98 répondants (86,7%) considèrent que la réglementation prudentielle affecte négativement les capacités de financement à long terme des banques

³¹ Infrastructures qui peuvent être représentés soit par titres obligataires soit par des actions.

³² Cette position a été soutenue par le *board* de l'EFRAG lors de sa réunion du 9 avril 2015.

³³ Impact sur le coût du crédit et sur le PIB.

³⁴ 35 réponses n'ont pas pu être traitées dont 8 réponses n'ont pas été publiées.

contre 4 répondants (3,6%) ; 11 répondants (9,7%) ne se prononcent pas sur cette question. Si cette tendance se confirme pour le secteur financier et les sociétés non financières (respectivement 94,2% et 95,5% des répondants), les avis sont plus partagés auprès de la société civile, des régulateurs, des opérateurs de marché. Le secteur bancaire est logiquement le plus mobilisé. Les entreprises non financières, quant à elles, reprennent en particulier les arguments du secteur bancaire car elles craignent des répercussions sur leur financement. Même si une majorité de réponses issues de la société civile pointent l'effet négatif des nouvelles exigences prudentielles sur la capacité de financement à long-terme des banques, certaines³⁵ d'entre elles indiquent clairement qu'elles participent au renforcement du secteur bancaire : plus sain et mieux capitalisé, il sera mieux à même de financer les investissements à long terme.

Sur les 98 répondants évoquant un impact négatif des réglementations prudentielles sur la capacité d'offre de financement à long terme des banques, 47,3% pointent les ratios de liquidité, 35,5% les exigences de capital et 14,5% en particulier le ratio de levier. Ces observations vont dans le sens des études d'impact menées par le FMI montrant que le coût des nouvelles exigences de liquidité serait équivalent à celui de l'augmentation des exigences de capital. Parmi les réponses qui font état d'un impact négatif, on trouve deux catégories d'arguments : la première est associée aux ratios de liquidité et à leur impact sur la capacité de transformation de maturité des banques (portefeuille de prêts, de placements, titrisation...) ; la seconde est liée aux exigences de capital et au renchérissement du coût du financement (crédits titrisés ou non). Nous allons expliciter les arguments avancés ; chaque effet pouvant avoir plusieurs causes réglementaires.

Effet 1 : Une diminution des financements de long terme

Pour près de 52 répondants³⁶ (46%), les ratios de liquidité peuvent impacter l'activité de prêts bancaires. Parmi ceux qui argumentent leur position, 30 répondants³⁷ considèrent que les deux ratios de liquidité vont limiter les capacités de transformation de maturité des banques. Or la capacité des banques de transformer les dépôts à court terme liquides vers un mode de financement moins liquide et axé vers un horizon temporel plus important constitue une source de financement à long terme que d'autres acteurs financiers ne sont pas à même de fournir³⁸. L'effet du ratio de liquidité à court-terme (LCR³⁹) sur l'investissement à long terme provient notamment de la contrainte appliquée aux banques de détenir des actifs liquides dont la définition est stricte dans le *buffer* du LCR⁴⁰.

³⁵ La Confédération européenne des syndicats, les Autorités suédoises, Finance Watch et la Confédération des syndicats finlandais.

³⁶ Beaucoup de réponses parmi les 52 n'argumentent pas leur propos.

³⁷ Cet argument est majoritairement utilisé par les banques (12 répondants), les sociétés de conseil ou d'audit et les analystes (6 répondants), les investisseurs divers (4 répondants) et les entreprises non financières (4 répondants).

³⁸ « Les différentes études d'impact quantitatives menées par le Comité de Bâle (CSF), ainsi que par l'Autorité bancaire européenne (ABE), montrent que les banques sont les seules institutions financières à opérer la transformation des échéances en Europe. » selon la Fédération Bancaire Française (FBF). Il s'agit de leur « rôle traditionnel qui consiste à apporter un supplément de crédit à long-terme et qui permet de générer de la croissance via la transformation de maturité » selon HSBC.

³⁹ LCR : Liquidity Coverage Ratio.

⁴⁰ « Détenir des actifs à long terme devient pénalisant du fait de la nécessité de détenir des actifs dits liquides, principalement la dette souveraine et les dépôts des banques centrales » expliquent la Fédération Bancaire Française et un représentant de BNP Paribas. « Le LCR oblige en effet les banques à investir une partie de l'épargne qu'elles attirent dans un spectre réduit d'actifs très liquides, et ainsi à diminuer les financements disponibles pour servir l'économie réelle » (ING).

Ce premier effet négatif est renforcé par les ratios de solvabilité et de levier. Les acteurs de l'échantillon français mettent également en évidence les liens étroits entre le niveau des fonds propres et la quantité de crédits distribués. Selon eux, comme le portefeuille de prêts représente la source principale d'exigence en fonds propres, ce sera le poste privilégié pour contenir le niveau de fonds propres. Dans ces conditions, les banques pourraient avoir tendance à restreindre le montant des crédits distribués afin de ne pas augmenter leurs exigences en capital. Il en va de même de 16 répondants qui considèrent que le ratio de levier a un effet négatif sur la capacité d'investissement à long terme des banques dans la mesure où il s'applique à l'ensemble du bilan des banques sans prendre en compte le risque des actifs. Ce qui aura potentiellement un impact limitant pour des banques dont les actifs bénéficient de pondération en exigences de capital faible ou nulle, comme les financements longs bénéficiant de garanties publiques.

Effet 2 : Un raccourcissement de la durée des prêts

Selon les répondants, la mise en place du ratio de liquidité à long terme (NSFR⁴¹) conduirait à un raccourcissement de la durée des prêts à l'économie lié à un *rematching* de maturité plus coûteux. Les activités de financement de long terme avec une maturité longue et une rentabilité moindre deviennent particulièrement coûteuses dans la mesure où elles doivent être compensées par du financement stable, dont le coût supplémentaire pourrait être répercuté sur le coût des crédits⁴². Ce principe de « *rematching* » des maturités « *oblige les banques à financer leurs investissements via emprunts à terme et fonds propres* » (la *Royal Bank of Scotland*). Ainsi, selon les répondants du panel européen, les deux ratios de liquidité conduiraient à une réduction de financements à long terme pourtant nécessaires à l'économie⁴³. Les praticiens français partagent la même opinion. Ils reprochent au NSFR essentiellement son inadéquation avec l'activité d'intermédiation bancaire consistant à transformant des ressources court terme en actifs à long terme (i.e. des dépôts à vue en crédits à moyen ou long terme). Selon eux, les banques disposent d'une faible épargne bloquée de la part des ménages et d'une quantité de dépôts *corporate* insuffisante. Ce ratio exigeant risque d'impacter fortement l'activité bancaire au regard de la difficulté pour les établissements bancaires d'obtenir des ressources longues. Les banques seront dès lors conduites à réduire l'horizon de leurs actifs.

Cet effet est renforcé par les ratios de solvabilité. En effet selon les répondants du panel français, les exigences de fonds propres supplémentaires liées à l'utilisation des dérivés comme ceux de couverture (dérivés de crédit), et notamment la prise en compte du risque d'ajustement de valeur de crédit (CVA)⁴⁴, pourraient avoir un impact négatif sur les prêts à long-terme. Les répondants mettent en avant que cette utilisation des dérivés de couverture représente un aspect essentiel pour le financement des entreprises et notamment les transactions de long-terme.

⁴¹ NSFR : *Net Stable Funding Ratio*.

⁴² « *Le NSFR va à l'encontre du rôle fondamental des banques dans la transformation de liquidité/maturité* » (la Fédération Bancaire européenne).

⁴³ « *L'introduction des nouvelles règles de liquidité vont avoir un effet significatif sur le financement des entreprises et des PME* » (*Unicredit*), mais aussi les prêts hypothécaires, les prêts aux municipalités et les investissements pour les projets d'infrastructure ou d'exportation (BNP Paribas).

⁴⁴ Bâle III prévoit une surcharge de capital pour les produits dérivés en fonction des pertes *mark-to-market* relatives aux risques d'ajustement de valeur de crédit.

Effet 3 : Renchérissement du coût des financements et baisse de l'offre de financement

Certains répondants alertent sur le traitement prudentiel encore très conservateur des dérivés. L'enjeu porte sur la compensation entre les dérivés à l'actif et au passif d'une part et le collatéral d'autre part, en sachant que le NSFR part du bilan comptable à l'actif et au passif. Plus précisément, selon eux, le problème est que le Comité de Bâle autorise à faire un *netting* incomplet entre le collatéral en *cash flow*/titres. Il rajoute une surcote dans l'assiette du passif hors collatéral (on prend le montant des dérivés en *mark to market* et on prend 20% qui se rajoute donc aux exigences de NSFR). Ils affirment que ces traitements pénalisants vont avoir un impact sur les utilisateurs de dérivés que sont les investisseurs, les *hedge funds*, les compagnies d'assurance ou encore les *corporates*... soucieux de couvrir leurs risques. Ils pourraient en effet être pénalisés (i) par la baisse de l'utilisation des dérivés pour respecter les ratios et donc par une offre réduite de couverture ; (ii) par l'augmentation du coût des activités d'intermédiation que les banques répercuteraient sur eux. En conséquence, on pourrait voir une baisse de la demande car le coût de la couverture va être disproportionné élevé.

Outre les dérivés, les répondants considèrent que le NSFR va à l'encontre de leur activité principale qui est de faire de la transformation de maturité, en demandant aux banques davantage de ressources à long terme (i.e. plus d'un an). D'une manière générale, ils considèrent que le NSFR est très défavorable aux financements de marché car il va obliger les banques à financer par du long terme tous les volumes de titres liquides et par voie de conséquence, à baisser leurs rendements. Certains parlent de coût de stabilité qu'il faudra répercuter sur les clients. Ils rappellent le rôle important des banques sur ces activités de marché (dérivés et collatéraux) en tant que teneurs de marché (*market maker*) pour assurer notamment la liquidité de marché aux opérations de leurs clients ou encore en tant qu'intermédiaire sur les marchés des capitaux (dette/actions) quand la banque prend un risque lié à la prise ferme d'intérêt (*underwriting*).

Ce troisième effet est exacerbé par les ratios de solvabilité et de levier. Cela passe dans un premier temps par le renforcement des ratios de solvabilité sur les crédits. Selon les répondants, les prêts (prêts aux entreprises, aux PME, les prêts hypothécaires ou financement d'infrastructures), qui sont considérés comme les principaux instruments de financement à long terme, comptent parmi les actifs les plus coûteux en capitaux réglementaires et les moins rentables sous les exigences de fonds propres de Bâle III. Ainsi cette calibration du ratio de solvabilité va conduire à pénaliser les prêts aux échéances longues *a priori* plus risqués que des prêts à court terme. Dans un contexte où les banques doivent augmenter leur capital et maintenir le retour sur fonds propres, ces dernières sont amenées à diminuer leur financement de long terme. Le système prudentiel estime que les actifs à long terme sont plus risqués que les autres et doivent donc être plus chargés en fonds propres. Ce principe de raisonnement risque de conduire les établissements à ne plus assurer le financement à long terme de l'économie pour maintenir une profitabilité au regard de leurs actionnaires. Ces deux derniers effets sont corroborés par les arguments des acteurs du secteur bancaire français. Concernant le ratio de levier, les répondants du secteur bancaire dénoncent les règles trop conservatrices qui amènent à calculer des expositions qui n'en sont pas. Ces règles sont très pénalisantes en ratio de levier. Les arguments sont les mêmes que ceux évoqués pour le ratio NSFR.

En dehors de leur activité de crédit, les banques possèdent une large palette d'instruments financiers : actifs financiers disponibles à la vente et/ou détenus jusqu'à l'échéance, immobilier de placement. Les exigences réglementaires peuvent aussi affecter ces secteurs d'activités.

Effet 4 : Baisse des placements risqués (actions cotées et non cotées) au profit de placements dits sans risque (obligations souveraines)

Du point de vue prudentiel, les actions sont des actifs risqués car soumis aux fluctuations des marchés et sans garantie de capital. Dans ces conditions le superviseur affiche très clairement une volonté de pénalisation de ce type d'actif via un ratio de solvabilité élevé, au regard de l'obligataire souverain considéré comme moins risqué et plus liquide. Par ailleurs, les acteurs interrogés considèrent que les règles introduites par Bâle III auront des impacts très forts sur les actifs de diversification, en particulier le *private equity*. Ce type d'investissement est considéré comme particulièrement risqué par le régulateur.

Effet 5 : Remise en cause de la viabilité économique de la titrisation – pénalisation des produits titrisés pour les maturités plus longues due au renforcement des ratios de solvabilité

Pour certains répondants, les exigences de capitaux et les règles de rétention de risque appliquées à la titrisation sont considérées par les répondants comme étant trop importantes. Pour eux, la titrisation serait pourtant une source alternative de financement à long-terme, en permettant à la fois aux banques de continuer à accorder des prêts avec des exigences de capitaux moindres, et aux investisseurs institutionnels et marchés de capitaux d'investir à long terme, y compris dans les PME. Les répondants dénoncent les propositions du Comité de Bâle (*Securitization framework* de 2012) qui prévoient une hausse de la pondération des produits titrisés pour les maturités plus longues sans distinction des différents types de titrisation (dont certaines sont particulièrement sûres - *prime collateralised securities* ou *asset backed securities*). Comme le notent certains répondants, les analyses de risque et notations incluent par ailleurs déjà le profil de maturité : il s'agirait d'une « double peine ». De telles pondérations pourraient menacer la viabilité économique de la titrisation et conduire les banques à se débarrasser de leurs actifs titrisés.

4.2. Discussion des arguments des parties prenantes et recommandations

Ratios de solvabilité

Les réponses au livre vert sur l'investissement à long terme relatives aux questions prudentielles bancaires complétées par les entretiens français suggèrent que deux approches s'opposent sur la question de l'impact des exigences de capital. Pour les répondants bancaires, ces exigences supplémentaires vont les obliger à se recapitaliser et donc à augmenter leurs coûts de financement qui seront répercutés sur les clients. Dans le même temps, leur rendement sur capital, le *Return on equity* (ROE) va diminuer, ce qui va les rendre moins attrayants aux yeux des actionnaires potentiels. La difficulté à obtenir le capital réglementaire nécessaire les obligera à éviter les actifs les plus coûteux en pondération des risques. Ce sera donc la double peine pour les emprunteurs dont les crédits seront rationnés et plus chers. Le processus de *deleveraging* (réduction du levier), qui est la conséquence des nouvelles exigences prudentielles constitue donc une cause majeure du déficit de financement à long terme de l'économie européenne, et de la faible croissance.

Ce point de vue doit être relativisé pour deux raisons. D'une part, les grandes banques systémiques américaines et européennes ont connu, dans la période pré-crise, des ROE⁴⁵ très élevés. A l'instar des sociétés non financières, les institutions financières peuvent subir la pression des actionnaires en les menaçant de vendre leurs actions si les exigences en ROE sont en dessous de la moyenne estimée par le marché. Cette pression du marché peut les amener à sélectionner des projets très risqués, rentables à court-terme au détriment de projets d'investissement à long terme, moins rentables à court-terme. D'autre part, si le ROE permet de discriminer les banques les plus performantes en termes de soutenabilité de leurs résultats, il occulte les risques pris par les banques : le levier, la structure de financement, la dépendance aux financements sur les marchés de gros de court terme, la qualité des actifs, la concentration des risques etc. Le ROE peut être ainsi une source d'incitations négatives pour certains modèles bancaires: une orientation plus court-termiste de la stratégie pouvant être accrue par les modalités de rémunérations. Toutes stratégies de restructuration des bilans bancaires visant à générer de la valeur dans le long terme (court terme) et à adopter un modèle d'activité plus stable génèrent des pressions à la baisse (à la hausse) sur le ROE.

Recommandations : Nous sommes favorables à un arbitrage sur le numérateur (résultat net, marge) plutôt qu'exclusivement sur le dénominateur. Cet arbitrage pourrait être facilité par des pondérations plus faibles appliquées aux prêts visant à financer des projets qui correspondent à la première dimension de la définition de l'investissement à long terme (investissements productifs tangibles et intangibles).

Ratios de liquidité à court et long terme

Pour la majorité des répondants européens et français issus du secteur bancaire, les deux nouveaux ratios peuvent avoir un impact sur la capacité des banques à jouer leur rôle d'intermédiaires financiers (transformation de maturité notamment). Le LCR obligerait les banques à détenir des actifs liquides, au détriment des actifs de long terme. Le NSFR affecterait les capacités de transformation de maturité en obligeant les banques à associer aux actifs de long terme un financement de long terme. Cela entrainerait respectivement une diminution des financements de long terme disponibles (du fait de la nécessité de détenir des actifs liquides définis strictement) et un raccourcissement de la durée des prêts dû à un *rematching* de maturité plus coûteux.

Il convient tout de même de questionner ce lien de cause à effet. En effet, si les régulateurs ont mis en place ces ratios de liquidité c'est parce que la crise a révélé que certaines banques avaient poussé très loin l'activité de transformation, en collectant de plus en plus de ressources de marché de très courte échéance pour financer des actifs immobiliers ou des produits structurés issus de la titrisation dont la liquidité s'est évanouie du jour au lendemain (*Northern Rock* et *Lehman Brothers* par exemple). Certes, la transformation de maturité fait partie intégrante du métier bancaire mais la sélection et la gestion des risques (coûts de *screening* et de *monitoring* aussi) également. Ainsi réduire les excès d'une transformation de maturité non maîtrisée en matière de gestion des risques constitue précisément l'objectif des ratios de liquidité et il est légitime. Cela s'est traduit par un régulateur plus intrusif dans la gestion du risque de liquidité de la banque en énumérant plus strictement les actifs que la banque peut considérer comme stables ou liquides et en pénalisant les dépôts provenant

⁴⁵ Entre 2002 et 2014, le ROE des industries américaines et européennes variaient entre 10% et 13 % alors que celui des banques universelles étaient de 10% et 20% de 2002 à 2005 puis oscillaient entre 20% et 30% de 2004 à 2007 pour baisser drastiquement après. La crise a montré le caractère insoutenable de ces niveaux de ROE (ECB, 2010 ; Villeroy de Galhau, 2015).

d'institutions financières. La difficulté est donc de trouver un juste équilibre entre la recherche de réduction de l'excès de la transformation et la capacité de faire de la transformation financière.

Recommandations : Afin de trouver ce juste équilibre, nous sommes favorables à un arbitrage qui se ferait à la fois au numérateur et au dénominateur et pas seulement au numérateur (pour éviter une baisse du ROE). Pour améliorer le LCR, des banques peuvent recourir davantage à des financements stables, afin de réduire les sorties nettes de fonds, plutôt qu'à la détention d'actifs liquides. Sur les actifs liquides (numérateur): tout l'enjeu concerne l'éligibilité des actifs liquides au *buffer* de liquidité. Un *buffer* restrictif pourrait en effet faire plus que réduire l'excès de transformation financière tandis qu'un *buffer* plus large pourrait être considéré comme une incitation faible à une transformation excessive. Cet arbitrage pourrait être facilité par une augmentation du pourcentage de dépôts relatifs aux institutions financières considérés comme stables, la liquidité étant très intermédiée. Nous sommes également favorables à l'élargissement du *buffer* aux produits titrisés sous réserve que les conditions relatives à la titrisation simple et sécurisée (voir plus loin) soient réunies et que les crédits adossés à ces titres financent des investissements productifs au sens de la première dimension de l'investissement à long terme.

Ratio de levier

Selon les répondants du secteur bancaire, le ratio de levier simple agirait comme un filet de sécurité (*backstop*) qui réduirait significativement les actifs bancaires. Afin de respecter le ratio de levier de 3%, les établissements peuvent jouer soit sur le montant à l'actif du bilan soit sur le montant des fonds propres. Or augmenter les fonds propres représente une opération coûteuse à la fois en termes de rémunération des actionnaires et d'image (effet de signal d'une sous-capitalisation). Les banques ont donc naturellement tendance pour réguler ce ratio à jouer sur l'actif (dénominateur). On a pu ainsi voir depuis plusieurs années une anticipation de cette réglementation qui a engendré une baisse du niveau de l'actif. Comme le ratio de levier peut être mordant⁴⁶, la banque va être incitée à réduire ses actifs en favorisant les actifs les plus rentables et donc les plus risqués contrairement à l'objectif affiché.

Ce lien de causalité mérite d'être débattu. En effet, un autre arbitrage est possible pour respecter ce levier en procédant à un ajustement non pas exclusivement par le dénominateur mais également par le numérateur. Outre la recapitalisation, les banques disposent d'autres options pour satisfaire aux exigences prudentielles sans porter préjudice à leurs investissements à long terme. Finance Watch cite le groupe d'experts de haut niveau sur la réforme de la structure du secteur bancaire européen, selon lequel les prêts aux ménages et aux sociétés non financières représentent 28% du bilan des banques européennes (European Commission 2012), alors que le *deleveraging* devrait toucher 7,5% des actifs environ (Deloitte 2012) ; les banques peuvent donc réduire d'autres activités (comme les activités de marché) que celles de crédit. Selon la Commission européenne, « *la réduction du bilan des banques et le deleveraging peut se faire sans réduire le crédit à l'économie réelle* » (European Commission 2014b).

Recommandations : Sur le principe, le ratio de levier simple vise à participer à la réduction de l'excès de levier d'endettement de certains modèles bancaires (notamment des banques d'investissement) qui génère de l'instabilité financière et peut faire courir un risque

⁴⁶ C'est-à-dire quand il rend caduque le ratio de capital et qu'il devient plus contraignant.

systemique. Ce qui est en jeu ici est le risque global du système financier et non le risque micro au niveau de chaque institution bancaire. Néanmoins, sa mise en place soulève des interrogations. Dans la mesure où il ne prend pas en compte les différents profils de risques des actifs au bilan de la banque, il ne peut être qu'un outil prudentiel complémentaire des autres qui intègrent des pondérations pour ajuster le risque. Autre bémol, son calcul n'est pas aussi simple qu'on ne le pense. En cause, la mesure des expositions qui constituent le dénominateur du ratio de levier autorisant des compensations entre opérations de prêts-emprunts de titres. Selon le règlement délégué (UE) 2015/62 de la Commission du 10 octobre 2014, qui a permis d'aligner la réglementation européenne sur le standard publié le 12 janvier 2014 par le Comité de Bâle, le calcul du ratio de levier se pourra se faire par exemple avec les facteurs de conversion prévus dans les règles de solvabilité pour les éléments de hors-bilan avec un plancher de 10 %. De même, les marges de variation *cash* versées et reçues pourront réduire l'exposition liée au coût de remplacement pour les produits dérivés (pour plus de détails, cf. chapitre 5, section 3, partie 7 du rapport final). Par ailleurs, ce ratio de levier n'est pas aussi comparable qu'on le souhaiterait, en raison de la diversité des systèmes de comptabilité adoptés dans le monde (US GAAP, IFRS...) qui imposent entre autres des modes de compensations différents des actifs et des passifs financiers.

La mise en perspective de ces deux types d'arguments nous invite à chercher un juste milieu entre d'une part un ratio de levier simple (non ajusté du risque) et d'autre part des ratios de solvabilité (pondérés par les risques via l'utilisation de modèles complexes). Cela pourrait passer par un compromis qui impliquerait des pourcentages forfaitaires (à l'instar de ratio Cooke) qui pourraient être affinés par des modèles (à l'instar du ratio Mc Donough). Les modalités techniques de mise en œuvre restant à définir. L'idée n'est pas de prendre moins de risques mais des risques mesurés ; ce qui implique de comprendre les résultats des modèles sur lesquels reposent les calculs de fonds propres réglementaires.

Afin d'inciter les banques à arbitrer différemment, la réglementation prudentielle devrait diminuer l'attrait des activités plus rentables mais moins utiles au financement de l'investissement de long terme au profit des activités de types crédits aux PME... De la même manière, le traitement prudentiel des dérivés pourrait être assoupli si les transactions avaient lieu sur les marchés organisés plutôt que de gré à gré. Si les dérivés présentent l'avantage de ne pas avoir de financement préalable, ils peuvent faire courir des risques supplémentaires.

Au final, à l'issue de cette discussion sur ces trois ratios, les incitations à mettre en œuvre pour que les banques financent les activités de long terme sans renoncer à l'intermédiation bancaire traditionnelle et à la stabilité financière, suppose d'alléger les pondérations relatives aux financements des actifs de long terme, d'élargir les actifs éligibles en considérant prioritairement ceux qui servent à financer de l'économie réelle.

La titrisation

Un autre point de discussion porte sur l'opportunité du développement et du soutien d'un marché européen de la titrisation pour améliorer le financement de long terme. Pour le secteur bancaire, la titrisation est un domaine d'accès à la liquidité et à la capacité de financement d'autres acteurs de marché tout en bénéficiant de l'expertise des banques. Elle n'est toutefois pas sans risque car dans un tel système, les banques s'éloignent de leur modèle d'intermédiation traditionnelle (*originate to hold*), dans lequel elles accordent des crédits (en les gardant dans leur bilan jusqu'à l'échéance et en contrôlant la qualité de l'emprunteur) pour se diriger vers un autre modèle qui correspond à un circuit plus long faisant intervenir une chaîne d'intermédiaires non bancaires qui se substitue aux banques traditionnelles, et

fonctionne en parallèle. Le risque qu'elles soient réduites à de simples courtiers (comme ce fut le cas aux États-Unis) et qu'elles soient moins incitées à gérer leurs risques par rapport au modèle *originate and hold* est plus élevé. Par ailleurs, la titrisation augmente la procyclicité du système financier à plusieurs titres car le bilan et le levier des banques deviennent plus sensibles aux fluctuations de marché (en augmentant le volume de crédit évalué en *mark-to-market*).

Recommandations : Nous soutenons l'idée d'une titrisation sécurisée avec la mise en place de garde-fous sur le processus et les acteurs de la chaîne de titrisation combinée à des conditions sur le comportement de placement des investisseurs et les types de projets d'investissements, pour ne pas tomber dans les mêmes errements⁴⁷ de la titrisation à l'américaine qui a conduit à la crise des *subprimes*.

- Un premier niveau de sécurisation pourrait impliquer l'obligation de passer par des marchés organisés. La centralisation et la standardisation de ces marchés feraient que le risque individuel ne pourrait dégénérer en risque systémique. Tous les contrats seraient conclus avec la chambre et donc agréables. La compensation multilatérale quotidienne éliminerait le risque de l'accumulation de positions risquées.

- La conservation d'une partie du risque pour la banque originatrice serait un deuxième niveau de sécurisation afin d'inciter celle-ci à bien sélectionner et monitorer les emprunteurs. Les informations sur les actifs titrisés devraient être transparentes et complètes afin que la notation des différentes tranches soit strictement menée (à la différence des « AAA » qui se sont avérés virtuels sur les *subprimes*). Cela suppose d'interdire les titrisations synthétiques et complexes et de privilégier des titrisations simples. Une autre condition serait liée à la nature du sous-jacent i.e. aux crédits auxquels seront adossés les actifs titrisés.

- Les crédits aux PME devraient être particulièrement visés tout comme ceux permettant le financement d'investissements productifs. Il ne faudrait pas que ce type de titrisation concerne uniquement les crédits immobiliers qui certes peuvent participer à la croissance mais moins que ceux qui permettraient de financer des projets innovants et des investissements productifs.

Ce n'est qu'à ces conditions que les actifs titrisés devraient bénéficier d'un traitement prudentiel préférentiel à la fois en termes de pondérations pour les ratios de solvabilité et de liquidité mais aussi d'une forme de garantie publique implicite. La banque centrale pourrait en effet jouer un rôle crucial dans l'accompagnement voire la promotion d'une titrisation sécurisée en reconnaissant les produits de titrisation de crédits des PME ou qui financent des investissements productifs tangibles ou intangibles plus ou moins à long terme comme collatéral éligible au programme LTRO. Dans les deux cas, cela reviendrait à apporter une garantie publique implicite pour rapprocher le rendement financier du rendement social⁴⁸.

Les dommages collatéraux des réglementations financières et bancaires

Par ailleurs, si nous reconnaissons que les nouvelles règles prudentielles bancaires trouvent toute leur légitimité, toutefois, elles peuvent connaître quelques limites qui sont autant d'effets inattendus pouvant nuire aux objectifs affichés. Certaines sont liées à l'empilement et

⁴⁷ Les données historiques montrent en effet des taux de défaut nuls pour les tranches seniors d'ABS « PME » européens et de 0,41 % pour l'ensemble des tranches entre 2007 et 2013. Sur la même période, les taux de défaut des titrisations européennes s'élevaient à 1,5 % contre 18,4 % aux États-Unis (Villeroy de Galhau, 2015).

⁴⁸ Certains investissements peuvent en effet avoir une rentabilité financière faible mais un rendement social (*welfare*) élevé comme certains biens publics. Afin que ce type de bien soit financé, une garantie publique implicite ou explicite est nécessaire.

l'interaction des textes, leur complexité et technicité, leur instabilité et enfin au développement du *shadow banking*.

En effet, l'existence de phases de transition et d'observation est censée limiter les effets, notamment en conduisant à d'éventuels recalibrages des ratios. Mais cette application progressive est à relativiser car la pression des marchés incite fortement les banques à anticiper la réglementation. Toute banque d'une taille importante qui ne s'y conformerait pas enverrait un mauvais signal au marché et donc aux investisseurs et pourrait en subir les conséquences. Dans les faits donc, toutes les mesures liées aux trois ratios sont concomitantes. L'application du principe de prudence aurait peut-être voulu que l'on attende de voir les effets de l'un ou de deux de ces ratios pour envisager d'autres exigences : certaines accumulant des effets de volume comme le ratio de levier et le ratio de liquidité, d'autres des effets prix comme les ratios de solvabilité.

De plus, l'augmentation des textes réglementaires induit logiquement des interactions entre ces mesures. Chacune d'elle étant souvent considérée individuellement par rapport à un aspect de l'instabilité financière. Dès lors, il peut en découler un écart important entre les objectifs annoncés et les effets observés. Certaines interactions peuvent être négatives, d'autres contradictoires⁴⁹.

Une autre limite à ce type de réglementation a trait à la complexification des règles au regard de leur technicité (ceci est également valable pour les normes prudentielles des assurances ou bien des normes IFRS) et du processus de normalisation. Non seulement les textes sont compliqués à comprendre mais en plus ils sont de plus en plus nombreux. Si les règlements et les directives présentent le cœur des réformes, leur mise en œuvre est impossible sans la publication de standards techniques.

Un grand nombre de réglementations a été adopté mais d'autres sont en discussion dans leurs modalités d'application pratique ou restent encore à venir (comme la taxe sur les transactions financière, l'Union bancaire ou le NSFR...). Entre 2009 et 2015, on a dénombré beaucoup d'amendements de certaines mesures et le processus est loin d'être fini. Une fois de plus, quel que soit le calendrier adopté, il est difficile de résister à la pression des marchés qui obligent les banques à respecter ces mesures alors même qu'elles n'ont pas été adoptées. Aussi, afin de favoriser le financement d'investissement à long terme, les règles devraient être relativement stables, le plus rapidement possible finalisées, et connues de tous (à l'instar des Etats-Unis avec le *Dodd Franck Act* adopté en 2010). Elles ne devraient être modifiées qu'à la suite d'une évaluation. Dans un tel contexte, il est plus difficile pour les banques de mettre en œuvre des stratégies de long terme.

Enfin, le développement du *shadow banking* constitue peut-être le risque le plus préoccupant. Ainsi, si on observe des avancées importantes sur l'ensemble des chantiers réglementaires, des sources de fragilité subsistent dans l'application concrète (le diable est dans les détails) et la coordination et harmonisation internationales laissant encore le système financier

⁴⁹ Parmi ces effets, on compte les « incitations à la compensation et les exigences de collatéralisation pour les dérivés non compensés (EMIR, ratio de levier), ainsi que les limites liées à la réutilisation des actifs reçus en collatéral, qui rendent les titres moins disponibles pour leur utilisation à des fins de refinancement » Barut et al. (2015). « La nécessité de disposer d'un coussin d'actifs liquides (LCR) et des contraintes supplémentaires potentielles en termes de décotes pour les prises en pension et les prêts de titres concurrencent les exigences de marge pour les dérivés » Barut et al. (2015). De tels effets sont mis en évidence par le Comité sur le système financier mondial (CGFS) en mai 2013.

vulnérable. Parmi ces fragilités, on compte celles liées à ce qu'on appelle le *shadow banking system* (système de banques parallèles) qui est défini par le *Financial Stability Board* (FSB) comme une « intermédiation de crédit impliquant des entités et activités (partiellement ou totalement) hors du système bancaire normal ». Le *shadow banking* qui était déjà au cœur de la crise financière globale de 2007-2008 connaît dans la période récente un rebond inquiétant qui peut s'expliquer comme une conséquence des réformes financières *post* crise. En effet, la régulation des banques et des compagnies d'assurance a été forte. Elle suscite légitimement la crainte du développement d'un tel système dérégulé. Le renforcement des exigences de Bâle III entraîne des coûts pour les banques. Celles-ci font valoir l'idée que les risques qu'elles ne pourront plus prendre seront pris par d'autres intermédiaires financiers. Ces *shadow banks*, qui ne sont pas soumis ni à la réglementation bancaire, ni au même suivi par les autorités de tutelle bancaires, se caractérisent par des structures de financement fragiles, un levier d'endettement excessif et pro-cyclique et des produits financiers qui alimentent l'illusion d'une liquidité allant de pair avec la sous-évaluation des risques dont ils sont porteurs (Scialom, Tadjeddine, 2014). La crise financière de 2007 a bien montré que le risque de liquidité était intrinsèquement systémique du fait des réactions en chaîne des intermédiaires financiers régulés mais aussi non régulés. Les risques seraient démultipliés et non contrebalancés, comme si c'étaient des intermédiaires financiers essentiellement non régulés qui s'en occupaient.

Si nous reconnaissons l'existence de biais réglementaires court-termistes pouvant limiter la fourniture de certains crédits, ceux-ci doivent toutefois être relativisés.

En effet, si on regarde l'évolution des bilans bancaires sur longue période, on observe que les banques ont eu tendance à accroître leurs actifs principalement via l'augmentation de la part du *trading book*⁵⁰ (évalués en *fair value*) dans le bilan. Parmi les banques systémiques globales américaines et européennes, les actifs en *trading book* ont presque doublé de 20% à près de 40% entre 2000 et 2007. Cette part croissante du *trading book* est associée à des ratios de levier très élevés pour les plus grandes banques mondiales. La part des crédits sur l'actif des banques européennes est plus élevée pour celles de petite et moyenne taille (environ 70%), que celles de grande taille (50%). *A contrario*, la part des actifs financiers détenus pour le *trading* représente environ 25% pour les banques de grande taille contre 3% pour celles de taille moyenne. Elle est quasi nulle pour les banques de petite taille (BCE, 2012).

Par ailleurs, dans un contexte d'investissement faible, on observe un paradoxe entre une politique monétaire accommodante (taux d'intérêt très bas et mise en place du *quantitative easing*) et l'exigence de rendement du capital élevé (à deux chiffres). Autrement dit, l'action indirecte de la banque centrale semble inefficace pour les grandes entreprises. Selon le rapport Villeroy de Galhau⁵¹, Blundell-Wignall et Roulet (2013) « concluent que l'investissement réel est motivé d'abord économiquement par l'accélération de la croissance et la réduction de l'incertitude, mais financièrement par le *cost of equity* (*CoE*)- et non par le taux d'intérêt ». Les dividendes et les rachats d'actions sont incités par la différence entre le *cost of equity* et les taux de financement. Cette différence étant maximale aujourd'hui, les entreprises sont tentées de privilégier à Wall Street les dividendes et rachats d'action sur l'investissement⁵². Par exemple, aux États-Unis, au niveau macroéconomique, les émissions d'actions ne sont plus un moyen de financement : les rachats d'actions supplantent les émissions de nouvelles

⁵⁰ Il comporte l'ensemble des actifs qui ont vocation à faire l'objet de négociations à court/moyen terme.

⁵¹ Blundell-Wignall et C. Roulet, "Long-term investment, the cost of capital and the buyback puzzle", 2013.

⁵² Il faut également rappeler que l'une des causes de la baisse de l'investissement est liée à des facteurs de demande.

actions par les entreprises. Sur les 30 dernières années, pour chaque dollar investi par les entreprises non financières dans des actifs productifs, 17 cents ont été reversés aux actionnaires sous la forme de rachats nets d'actions (Hecht, 2014). L'étude de Auvray et al. (2015) sur l'actionnariat des sociétés européennes non financières (1995-2012) montre que l'autofinancement est la principale ressource pour les firmes suivi par l'endettement ; en conséquence, les actions ne jouent qu'un rôle marginal dans l'apport de capitaux aux sociétés non financières européennes. Or, contre toute logique, les actionnaires exercent un rôle important dans les décisions des entreprises : ce sont eux en particulier qui exigent des distributions de cash (sous forme de dividendes et de rachats d'actions).

Selon le rapport de Villeroy de Galhau (2015), « beaucoup d'ETI ou de PME pour lesquelles les analystes ne calculent pas de coût du capital ont des exigences en matière de retour sur investissement plus rapide : trois ans désormais plutôt que cinq ». « Mais dans le secteur bancaire spécifiquement, le maintien d'un ROE élevé a conduit plusieurs grandes banques européennes et françaises à annoncer des plans de redressement sensible de leur rentabilité sur fonds propres. Ici donc, clairement, le *cost of equity* élevé "mord" sur la stratégie réelle ». C'est pourquoi le rapport conclut que « pour bien utiliser une épargne abondante, les financements doivent s'adapter dans leur nature plus innovante, tandis que le *cost of equity* devrait baisser : ces deux évolutions doivent refléter une moindre aversion au risque dans les pays avancés, et singulièrement en Europe ».

Les évolutions récentes réglementaires (actes délégués de 2015) montrent que les amendements vont dans le sens des propositions bancaires. Elles ne vont dans le sens de nos recommandations que s'ils sont assortis de certaines conditions. Dans le cas des actifs titrisés de type ABS, la condition est que les crédits sous-jacents financent des investissements productifs conformément à la première dimension de l'investissement à long terme, avec des risques relativement homogènes et que le processus de titrisation soit de qualité (simple, transparente et standardisée) avec une incitation à gérer le risque de crédits (sélection et monitoring) par les banques aussi forte que si celles-ci devaient conserver ces crédits à leurs bilan. Dans le cas contraire, on retomberait dans les errements de la titrisation des banques américaines. La prise en compte des obligations sécurisées dans le *buffer* participe également de la baisse des biais court-termistes de la réglementation car cela incite indirectement les banques à financer des projets qui s'inscrivent dans la dimension 1 de l'investissement à long terme, dont les financements sont rares.

De même, il y a eu une révision de la mesure des expositions qui constituent le dénominateur du ratio de levier. On constate que ces amendements ne vont pas ou en partie seulement dans le sens des propositions bancaires. En effet, le régulateur ne remet en cause ni l'existence, ni le niveau de ce ratio, pourtant très critiqué par le secteur bancaire. Toutefois, une grande partie des propositions bancaires concernait le traitement des dérivés pris en compte dans le dénominateur du ratio et le régulateur n'a pas totalement infléchi sa position.

Même s'il est nécessaire d'ajuster ces réformes réglementaires aux conditions de compétitivité internationales des acteurs, il est important de rappeler que la sécurité financière doit rester l'impératif premier. Il faudra, face aux demandes et pressions des institutions financières qui privilégient leur compétitivité à la stabilité financière, le rappeler d'autant plus que le souvenir de la grande crise s'éloignera. De telles mesures sont nécessaires car les coûts de crises bancaires systémiques en termes de baisse de PIB sont très importants pouvant aller de quelques pourcentages du PIB à près de 50% du PIB selon les crises et les pays (Laeven et Valencia, 2008 ; Honohan et Klingebiel, 2000). Enfin et surtout, la régulation ne doit pas

laisser de côté le secteur du "shadow banking" qui serait alors le foyer probable de la prochaine crise.

4.3. Les effets négatifs sur le secteur assurance et leurs causes

L'analyse des réponses évoquant l'impact négatif de Solvabilité II à la consultation du livre vert montre qu'une très large majorité (73,8%) affirme que le mode d'évaluation des actifs et du passif défavorise les investissements de long terme contre 49,2% pour lesquels la pondération en risque de certains actifs de long terme en particulier est trop pénalisante.

On retrouve deux catégories d'arguments : la première est associée au mode de calcul des exigences prudentielles ; la seconde est relative au traitement prudentiel de certains actifs de long terme. Les praticiens ne remettent pas en cause le fondement des différentes mesures qui sont justifiées et reconnues comme nécessaires. Ils reconnaissent que Solvabilité I a été un cadre prudentiel simple, efficace mais celui-ci est devenu inadapté au regard de l'évolution des métiers de l'assurance.

La première série d'arguments montre bien l'imbrication des exigences comptables et prudentielles des assureurs car on observe les mêmes effets liés au mode de valorisation comptable décrits dans la partie précédente. Cela s'explique aisément par l'une des innovations principales de Solvabilité II qui impose une évaluation de l'intégralité de l'actif à sa valeur de marché et cela afin d'identifier immédiatement les valeurs détenues. Depuis Solvabilité II, le bilan prudentiel d'un assureur devient donc complètement différent du bilan en normes locales. Il se calque en partie sur le bilan établi conformément aux normes IFRS mais va plus loin, car les postes qui sont maintenus au coût en IFRS devront être réévalués à la juste valeur. On dit que Solvabilité II généralise une valorisation économique du bilan à la *full fair value* (ce qui n'est pas le cas des normes IFRS). Ce référentiel comptable utilisé pour le calcul des fonds propres réglementaires est également pointé du doigt par les praticiens français. Pour ces derniers, l'approche prudentielle de Solvabilité II constitue un changement profond dans la vision assurantielle qui jusqu'alors raisonnait en terme d'allocation stratégique sur plusieurs exercices et non pas en valeur instantanée de marché à la date de clôture (un tel bilan induit une vision liquidative).

4.4. Discussion des arguments et recommandations des parties prenantes

L'analyse des réponses au sein de notre échantillon européen et français a également permis de mettre en exergue une dizaine d'impacts potentiels liés d'une part au mode de calcul des exigences prudentielles et d'autre part, au traitement prudentiel spécifique de certains actifs de long terme.

Dans le premier groupe d'effet, c'est le choix d'adopter un cadre prudentiel qui s'appuie sur la *full fair value* qui est en cause. On retrouve les effets déjà évoqués et analysés dans la partie comptable de ce rapport sur la *fair value*. Parmi ces effets, il y a une volatilité plus élevée et une pro-cyclicité plus grande, la diminution de l'horizon de placements, la remise en cause de la gestion « *buy and hold* » et *in fine* la préférence pour les actifs moins risqués et moins volatiles (obligations d'Etat) au détriment d'actifs risqués (action cotées et non cotées, infrastructures...). Au regard de notre analyse critique des fondements théoriques de la juste valeur, nous considérons que l'ensemble de ces effets sont fondés.

Recommandations : Toutes les recommandations qui ont été faites dans la partie comptable sont donc valables ici. Nous sommes également favorables à l'élargissement des actifs éligibles aux mécanismes contra-cycliques pour réduire ces effets dans le cadre prudentiel. En effet, toutes les recommandations qui visent à rendre les stratégies moins pro-cycliques et moins volatiles vont dans le sens de la troisième dimension de l'investissement à long terme (stratégies de long terme des financeurs).

Dans le second groupe d'effets, c'est l'instrument privilégié de la réglementation prudentielle qui est en cause, à savoir la pondération des fonds propres réglementaires pour certains actifs spécifiques considérés à long terme. Parmi ces effets, on retrouve de fortes dés-incitations à financer des projets d'infrastructures, à investir en actions cotées et non cotées au profit d'obligations souveraines ou de stratégies court-termistes renforcées par l'utilisation d'une VaR à un an.

Recommandations : Les associations sectorielles françaises et allemandes proposent un traitement prudentiel spécifique pour les actifs liés à des projets d'infrastructure de risque faible. Nous soutenons cette recommandation car les infrastructures (non carbonées dans la mesure du possible) sont précisément le type d'actifs de long terme conformément à la dimension 1 de la notion d'investissement à long terme (projets d'investissements productifs tangibles) qu'il faut favoriser pour relancer une croissance durable. Il en va de même des actions non cotées, à condition que ces placements visent spécifiquement l'apport en capital de sociétés innovantes comme les fonds de fonds de capital investissement (projets d'investissement productifs intangibles). Les actions qui font également partie des instruments pouvant financer de tels investissements pourraient également bénéficier d'un traitement prudentiel allégé mais là encore, sous réserve de respecter les conditions définies dans la dimension 3 relative au comportement effectif des financeurs : (i) un *turn over* du portefeuille faible ou limité au *rebalancing* afin de rendre compatible ce mode de financement par actions échangées sur des marchés liquides, avec la dimension 1 ou encore (ii) une gestion *buy and hold* que les assureurs considèrent ne pas pouvoir faire en raison des modes d'évaluation. De la même façon, l'allègement des pondérations liées aux produits structurés avec collatéral ou bénéficiant de garanties de long terme une fois encore doit être conditionné à l'utilisation de collatéraux de bonne qualité. Le choix de cet horizon d'une année pour la Value at Risk (VaR) peut poser question au regard de l'activité d'assurance.

Ainsi, au regard des propos recueillis auprès des praticiens français et européens, il apparaît que Solvabilité II centre son action sur la protection de la stabilité financière et des assurés, au détriment de l'activité d'investisseurs à long terme des assureurs. Les acteurs interrogés mettent en exergue la contradiction entre les contraintes réglementaires qui incitent à se désengager des actifs risqués et des actifs à long terme avec le rôle sociétal de l'assurance de financement de l'économie. En somme, ils estiment que Solvabilité II a une vision court-termiste de l'activité qui conduira inexorablement les sociétés à changer leur modèle économique afin de favoriser les instruments les moins volatiles et les plus liquides. Au regard des nouvelles exigences, le rôle d'investisseurs de long terme des assureurs ne semble pas être une priorité prudentielle. Nous souscrivons à cette analyse sous réserve que ces assureurs se comportent effectivement comme des financeurs de long terme, selon une gestion de long terme définie dans la troisième dimension de notre définition de l'investissement à long terme.

Des actes délégués ont été publiés en janvier 2015 et amendés en septembre 2015. Ces textes valident un certain nombre d'amendements importants. C'est le cas de la calibration des différents actifs plus faibles réduisant de fait les biais court-termiste de cette réglementation. La dette liée aux projets d'infrastructures est désormais considérée comme moins risquée. De même, les limites relatives aux restrictions liées aux notations de projets d'infrastructures n'existent plus. Ces restrictions liées aux notations posaient un problème en cas de dégradation de la note d'un actif : celui-ci se retrouver inéligible au portefeuille (« effet falaise »), en conséquence de quoi son détenteur serait forcé de le vendre. Les restrictions en matière de notation des actifs qui pouvaient exclure de nombreux actifs qui correspondent à l'activité des assureurs, tels que les actifs d'infrastructure, voire conduire à des ventes forcées en cas de dégradation de la note d'un actif ont également disparu. De plus, le traitement prudentiel des actions est moins défavorable avec la mise en place du *dampener* (amortisseur) pour assouplir l'approche unique de Solvabilité II (avec une charge de capital de 39%). Toutes ces modifications vont dans le bon sens à condition qu'elles soient assorties des conditions énoncées précédemment.

5. Conclusion

Nos études sur les effets des normes comptables IFRS sur l'investissement et le financement de long terme des banques et des assurances ont mis en évidence des effets différenciés des normes comptables IFRS selon les intermédiaires financiers. Elles nous conduisent à affirmer que ces normes ne sont pas neutres pour les activités de long terme voire peuvent avoir des effets négatifs pour certains types de placements (actions et actifs de diversification en particulier). Nous avons pu constater que la norme actuelle IAS 39 n'a pas eu d'impact sur les activités de crédits. Ce qui n'est pas le cas du secteur assurance, pour lequel la combinaison des normes IAS 39 et IFRS 4 phase 1 a eu des effets court-termistes sur leur gestion des activités de long terme. Nous avons aussi mis en exergue les critiques de la norme IFRS 9 qui entrera en application à partir de l'exercice 2018 (pour les établissements bancaires) au regard de la méthode d'évaluation et de comptabilisation des placements en actions à moyen et long terme. Nos propositions visent à rééquilibrer les normes IFRS pour que les actifs détenus à long terme soient évalués de manière plus cohérente et ne soient pas pénalisés par les règles comptables.

Cependant au-delà des normes comptables, les règles prudentielles apparaissent comme plus pénalisantes encore pour l'investissement à long terme. On observe en effet que les exigences prudentielles (ratios de solvabilité, de liquidité et de levier) impactent négativement les portefeuilles de crédits et de titres risqués comme les actions cotées et non cotées et les infrastructures, même si ces effets défavorables doivent être relativisés au regard des ROE élevés. On constate que l'effet négatif des normes comptables et prudentielles se cumule sur les placements dans des titres risqués au profit d'obligations d'Etat.

Effet des normes Neutre 0 Favorable + Défavorable -	Normes comptables IFRS	Normes Prudentielles	Effet total : Effet cumulatif ++ Effet cumulatif - - Effet neutre +-
Banques			
Portefeuille de crédits	Neutre (IAS 39)	Défavorable (ratio de liquidité)	0 -
Allocation d'actifs risqués (Actions, <i>private equity</i> , infrastructures)	Défavorable (IAS 39 et IFRS 9)	Défavorable (ratio de solvabilité)	- -
Allocation d'actifs non risqués (obligations)	Défavorable (IAS 39 <i>tainting rule</i>) Favorable (IFRS 9 <i>business model</i> ssi respect du SPPI test)	Favorable (ratio de solvabilité)	- + +
Titrisation	Neutre (IFRS 10 et IAS 39-IFRS 9)	Neutre	0 0
Utilisation de dérivés		Défavorable (ratio de levier, liquidité)	-
Compagnies d'assurance			
Allocation d'actifs risqués	Défavorable (IAS 39 et IFRS 9) Immobilier de placement : Neutre (IAS 40)	Défavorable (ratio de solvabilité)	- -
Allocation d'actifs non risqués (obligations)	Défavorable (IAS 39 <i>tainting rule</i>) Favorable (IFRS 9 <i>business model</i> ssi respect du <i>SPPI test</i>)	Favorable (ratio de solvabilité)	- +

6. Bibliographie non exhaustive

- Barlev, Benzion et Joshua Rene Haddad. 2003. « Fair value accounting and the management of the firm. » *Critical perspective on accounting* 14 (4): 383-415.
- Barth, Mary, William Beaver et Wayne Landsman. 1996. « Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107. » *The accounting review* 71 (4): 513-537.
- Bernard, V-L. 1995. « The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists. » *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 733-747.
- Eccher, Elizabeth, K Ramesh et S Ramu Thiagarajan. 1996. « Fair value disclosures by bank holding companies. » *Journal of accounting and economics* 22: 79-117.
- Hitz, Joerg-Markus. 2007. « The Decision Usefulness of Fair Value Accounting - A Theoretical Perspective. » *European accounting review* 16: 323-362.
- Jaggi, Bikki, James Winder et Cheng-Few Lee. 2010. « Is There a Future for Fair Value Accounting After the 2008-2009 Financial Crisis? » *Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies* 13 (3): 469-493.
- Laux, Christian et Christian Leuz. 2009. « The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate. » *Accounting, Organizations, and Society* 34: 826-834.
- Magnan, Michel. 2009. « Fair Value Accounting and the Financial Crisis: Messenger or Contributor? » *CIRANO scientific publications* Mai (27).
- Nelson, Karen. 1996. « Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS n°107. » *The accounting review* 71 (2): 161-182.
- Perry, James et Andreas Nolke. 2007. « The Political Economy of International Accounting Standards. » *Review of International Political Economy* 12 (4): 559-586.
- Plantin, Guillaume, Haresh Sapra et Hyun Song Shin. 2008. « Marking-to-market: Panaceas or Pandora's box? » *Journal of Accounting Research* 46 (2): 435-460.
- Sapra, Haresh. 2010. « The Economic Trade-Offs in the Fair Value Debate. » *Chicago Booth Research Paper* 09-35. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1481777>.
- Zhang, Ying et Jane Andrew. 2014. « Financialisation and the conceptual framework. » *Critical perspectives on accounting* 25 (1): 17-26.

Aglietta, M., S. Rigot (2009), *Crise et Rénovation de La Finance*, Odile Jacob, Paris.

Aglietta, M. et Rebérioux, A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.

Auvray T., Dallery T. Rigot S., (2015), «Remettons la finance au service de l'économie », *Economie Politique*, n°65, janvier.

Barut M.L., Rouillé N., Sanchez M., (2015). « L'impact du nouveau paradigme réglementaire sur le rôle des banques dans le financement de l'économie », *Revue de la stabilité financière*, n°19.

Baudru, D. et Kechidi, M. (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'Économie Financière*, vol. 48, n° 4, p. 67-78.

Baudru, D. et Lavigne, S. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français », *Revue d'Économie Financière*, vol. 63, n° 3, p. 91-105.

Blundell-Wignall et C. Roulet, (2013), « Long-term investment, the cost of capital and the buyback puzzle », Working Paper.

Campbell, J. & Viceira, L., (2005) « The Term Structure of the Risk Return Trade-off », *Financial Analyst Journal*, vol 61 (1) p. 38.

Croce, Stewart and Yermo J. (2011), « Promotion of long-term investment by institutional investors: selected issues and policies », *OECD journal - Issue 1*

FMI (2014), « How big is the implicit subsidy for banks considered too important to fail? », in *Global Financial Stability Report*, ch. 3.

Gollier C., (2015), « Épargne de long terme : le cas de l'assurance-vie en France », *Revue de la stabilité financière*, n°19.

Gollier, C., (2002), « Time Diversification, Liquidity Constraints and Decreasing Aversion to Risk on Wealth », *Journal of Monetary Economics* 49(7): 1439-1459.

Gollier, C., Janci, D. (2010), « Profil et rôle des investisseurs de long terme ». In Glachant, J., Lorenzi, J-H., Quinet, A. & Trainar, P. Eds. *Investissements et investisseurs de long terme. La Documentation Française: Conseil d'Analyse Economique*.

Hecht, J. (2014), « Is net stock issuance relevant to capital formation ? Comparing heterodox models of firm-level capital expenditures across the advanced and largest developing economies », *Cambridge Journal of Economics*, 38 (5), 1171-1206.

Honohan P., Klingebiel D., (2000), « Controlling Fiscal Costs of Banking Crises », *World Bank Working Paper*

Jordà, O., Schularick, M., Taylor, A. (2014), « The Great Mortgaging : Housing finance, crises, and business cycles », *NBER Working Paper*, n° 20501.

Kay, J., (2012), « The Kay Review of UK Equity Markets and Long- Term Decision Making».

Kessler D., (2015), « Le financement à long terme de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire », *Revue de la stabilité financière*, n°19.

Kneer, C. (2013), « Finance as a magnet for the best and brightest : Implications for the real economy », *De Nederlandsche Bank working paper*, n° 392, septembre.

Laeven L., Valencia F., (2008), « Systemic Banking Crises: A New Database », *IMF Working Paper*, WP/08/224.

Lordon, F. (2002), *La politique du capital*, Odile Jacob, Paris, 347 p

Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

Philippon, T. et Reshef, A. (2012), « Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry : 1909-2006 », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127 (4), p. 1551-1609.

Scialom L. et Tadjeddine, Y. (2014) « Banques hybrides et réglementation des banques de l'ombre », *Note Terra Nova*, 17 novembre.

Villeroy de Galhau, F. (2015), « Le financement de l'investissement des entreprises », *Rapport pour le Premier ministre*.

Zingales, L. (2015), « Does Finance Benefit Society ? », *NBER Working Paper*, n° 20894.