

# CONTRIBUTION AU LIVRE VERT SUR LE FINANCEMENT À LONG TERME DE L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

VEILLE ET PROPOSITIONS N°17 | JUIN 2013



<http://think-tank.fnh.org>



[@think\\_tank\\_fnh](https://twitter.com/think_tank_fnh)



<https://www.facebook.com/ThinkTankFondationNicolasHulot>

## CONTEXTE

La Commission européenne a ouvert du 25 mars au 25 juin 2013 une consultation sur le Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne.

### **Objectif de la consultation :**

L'objectif du présent livre vert est de lancer un vaste débat sur la manière de relever les défis pressants et complexes liés au financement à long terme de l'économie européenne. Les réponses aux questions de la consultation contribueront à une évaluation approfondie par la Commission des barrières aux financements à long terme et ce, en vue d'identifier les mesures politiques envisageables destinées à les lever. Les suites possibles pourraient prendre plusieurs formes. Dans certains domaines par exemple, une approche réglementaire pourrait s'avérer nécessaire, tandis que dans d'autres domaines, le rôle de l'UE pourrait être de favoriser une meilleure coordination et promotion des meilleures pratiques. Les suites pourraient encore prendre la forme d'un suivi spécifique avec les États membres dans le cadre du semestre européen.

Retrouvez toutes les informations pertinentes et en particulier le livre vert sur la [page dédiée du site de la Commission européenne](#).

Crédits photo couverture – Image of Money sur [Flickr](#)  
[Certains droits réservés \(licence Creative Commons\)](#)

## SOMMAIRE

<b>» REMARQUES PRELIMINAIRES GENERALES</b>	<b>4</b>
1. Définition des investissements et des financements à long terme	4
2. Les objectifs du livre vert.	5
L'objectif d'augmenter l'offre de financement à long terme présente un angle mort sur les ressources publiques.	6
L'objectif consistant à diversifier le système d'intermédiation financière constitue une erreur de fond.	7
3. Le rôle des pouvoirs publics : créer un cadre stratégique.	8
<b>» REPONSES AUX QUESTIONS DU LIVRE VERT</b>	<b>10</b>
Q1 Êtes-vous d'accord avec l'analyse ci-dessus en ce qui concerne la fourniture et les caractéristiques du financement à long terme?	10
Q2. Avez-vous un avis sur la meilleure manière de définir le financement à long terme?	10
Q3. Compte tenu des évolutions du secteur bancaire, quel sera à l'avenir, selon vous, le rôle des banques en matière de financement de l'investissement à long terme?	10
Q4, 5, 19 ET 30 - Les outils de financement public.	11
Q21 - Quels types d'incitations sont susceptibles de promouvoir un engagement à plus long terme des actionnaires ?	16
Q29. Un cadre réglementaire européen permettrait-il de favoriser le développement de ces sources de financement non traditionnelles autres que bancaires pour les PME, ou entraverait-il au contraire ce développement ? Quelles réformes pourraient favoriser la croissance future de ces marchés ?	18

## » REMARQUES PRÉLIMINAIRES GÉNÉRALES

La Fondation Nicolas Hulot a plusieurs divergences de fond avec la vision générale développée dans le livre vert. Elles concernent :

- La définition des investissements et des financements de long terme.
- Les objectifs du livre vert.
- Le fait que le rôle de l'autorité publique régulatrice doit être plus large que celui envisagé dans le présent livre vert.

### 1. Définition des investissements et des financements à long terme

La définition des investissements et des financements à long terme développée dans les parties 1 et 2 du livre vert est avant tout centrée sur des critères et des objectifs étroitement économiques et relatifs à leur maturité. Les objectifs écologiques et sociaux sont, certes, mentionnés dans l'introduction, mais ils sont loin de constituer le cœur du livre vert.

*“L'investissement à long terme est la formation de capital de longue durée, que ce soit sous la forme d'actifs corporels (infrastructures énergétiques, de transport et de communication, infrastructures industrielles et de services, logement, technologies liées au changement climatique et à l'éco-innovation...) ou d'actifs incorporels (éducation, recherche et développement...) qui renforcent l'innovation et la compétitivité.” (p2)*

On peut décrire le financement à long terme *“comme le processus par lequel le système financier fournit un financement à des investissements qui s'étendent sur une longue période. Dans une telle définition, l'accent est mis sur les différentes caractéristiques du financement à long terme (Cette définition prend notamment en compte les spécificités de l'investisseur, la nature de l'actif, le type de l'intermédiation financière et l'évaluation et la valorisation de l'actif. Pour plus de détails, voir le document de travail accompagnant le présent livre vert). Mais dans le cadre des travaux internationaux sur l'investissement à long terme réalisés sous les auspices du G-20, le financement à long terme est défini de façon plus restrictive, l'accent étant mis sur les échéances de financement supérieures à cinq ans, y compris les sources de financement sans échéance spécifique (par exemple les actions).” (p6).*

- Pour la Fondation Nicolas Hulot, les investissements à long terme doivent avant tout être définis par leur finalité : ils permettent de préparer le futur.
- Ces investissements doivent donc répondre à des critères traduisant les objectifs que se donne l'UE à long terme comme par exemple les objectifs de la stratégie Europe 2020<sup>1</sup>. Sinon investir dans une cen-

---

<sup>1</sup> Les objectifs de cette stratégie sont : un emploi pour 75 % de la population âgée de 20 à 64 ans ; investissement de 3 % du PIB de l'UE dans la R&D ; Objectif dit des « 3 x 20 » (Réduction des émissions de gaz à effet de serre de 20 % - voire de 30 %, si les conditions le permettent - par rapport à 1990 ; utilisation d'énergie provenant de sources renouvelables à hauteur de 20 % ; augmentation de 20 % de l'efficacité énergétique) ; abais-

trale à charbon ou une autoroute pourrait être considéré comme un investissement à long terme au même titre que la R&D dans les énergies renouvelables ou que des plans de rénovation massifs des bâtiments publics.

A noter que les besoins d'investissement pour la transition écologique sont très importants. Ainsi, en France les travaux du débat national sur la transition énergétique ont permis d'estimer les besoins d'investissement pour assurer la seule transition énergétique de notre économie dans une fourchette comprise entre 47 à 76 Md €. Au niveau européen, la Commission a calculé dans la Feuille de route vers une économie compétitive à faible intensité carbone à l'horizon 2050 que « *l'augmentation de l'investissement public et privé lors des 40 prochaines années devrait s'élever à environ 270 milliards EUR par an. Cela représente un investissement supplémentaire d'environ 1,5 % du PIB de l'UE par an en plus de l'investissement global actuel, qui représentait 19 % du PIB en 2009.* »

- ➔ Une fois ces critères définis, il faut s'assurer que tous les mécanismes envisagés pour favoriser les financements de long terme apportent bien des ressources aux investissements de long terme tels que définis ci-dessus. Sinon, le risque est grand de voir ces financements se concentrer sur les investissements (tel les centrales à charbon ou les autoroutes) dont la maturité est certes longue mais qui ont des effets contradictoires avec les objectifs affichés par l'UE.
- ➔ A noter également que s'il est très positif d'inclure des actifs incorporels dans les investissements de long terme, on ne voit pas comment les outils mentionnés dans le reste du livre vert permettraient un financement effectif de ce type d'actifs sur lesquels il conviendrait de mener une réflexion spécifique.

## 2. Les objectifs du livre vert.

Les objectifs du livre vert sont précisés comme suit :

Page 2 – *“ Pour financer ces investissements à long terme, les administrations publiques et les entreprises, quelle que soit leur taille, doivent pouvoir accéder à un financement à long terme prévisible. La capacité de l'économie à rendre disponibles de tels financements à long terme dépend également de la capacité du secteur financier à mettre effectivement à disposition des utilisateurs et des investissements pertinents, de manière efficace et efficiente, via des marchés ouverts et concurrentiels, l'épargne des administrations publiques, des entreprises et des ménages. Cette mise à disposition peut être soit indirecte, notamment via des banques, des assureurs ou des fonds de pension, soit directe, via les marchés de capitaux. C'est sur ce processus que porte le présent livre vert.”*

---

sement du taux de décrochage scolaire à moins de 10 % ; un diplôme de l'enseignement supérieur pour au moins 40 % de la population âgée de 30 à 34 ans ; réduction d'au moins 20 millions du nombre de personnes touchées ou menacées par la pauvreté et l'exclusion sociale).

Page 4 *“L’objet du présent livre vert est de lancer un large débat sur la manière d’accroître l’offre de financement à long terme et de diversifier le système d’intermédiation financière pour l’investissement à long terme en Europe.”*

Ces formulations appellent plusieurs remarques de fonds.

### **L’objectif d’augmenter l’offre de financement à long terme présente un angle mort sur les ressources publiques.**

Dans la deuxième partie du livre vert<sup>2</sup>, quatre sources de financement sont identifiées : les administrations publiques, les entreprises, les ménages, les investissements directs à l’étranger.

Une fois cela posé, la majeure partie du livre vert se consacre à l’identification de moyens pour augmenter les offres privées de financement à long terme. La croissance des ressources des administrations publiques est un angle mort du document. Pour la Fondation Nicolas Hulot, il s’agit pourtant d’un point fondamental. Si la finalité des investissements et financements à long terme est bien de préparer le futur, il semble, en effet, que cela relève directement de la mission des Etats et plus généralement des autorités publiques, garantes de l’intérêt général.

Cet angle mort du livre vert est d’autant plus frappant que sur le constat les auteurs sont bien conscients du rôle particulier que jouent les investissements publics : *“les ressources publiques (...) jouent un rôle clé dans le financement des investissements à long terme, étant donné les externalités positives que produisent souvent l’investissement public et ses complémentarités avec l’investissement privé. Les administrations publiques joueront toujours un rôle essentiel en matière de fourniture d’infrastructures et de biens publics.”* (p4). Ils ajoutent plus loin qu’*“étant donné qu’une part importante du stock de capital productif à long terme est composée d’infrastructures publiques, ce type de capital a traditionnellement joué un rôle stabilisateur pour l’économie – à condition que les pouvoirs publics soient à même de réaliser leurs investissements de manière anticyclique et que le secteur financier, lorsqu’il fournit des fonds destinés à être investis, ait raisonnablement confiance en la situation macroéconomique future, une fois les périodes de construction achevées.”* (p6).

Il est également fait mention des sources publique de financement dans la partie consacrée aux *“Banques de développement nationales et multilatérales et incitations financières”* (p 8 à 10) mais principalement pour exprimer comment ces banques peuvent, par le biais d’outils d’ingénierie financières divers (partager ou garantir les risques, project bonds, facilités de financements) servir à orienter, encourager, catalyser, démultiplier les financements privés là où les investisseurs sont dissuadés d’intervenir pour cause de défaillances des marchés.

Les auteurs du livre vert insistent, en effet, très peu sur le rôle des administrations publiques en tant qu’investisseur direct. Ils soulignent ainsi que *“des*

---

<sup>2</sup> Intitulée « Sources de financement à long terme et caractéristiques de l’investissement à long terme »

*ressources publiques, sous forme de subventions, sont employées pour apporter un appui à des investissements privés à long terme lorsque des défaillances du marché entraînent des niveaux de financement ou d'investissement privés sous-optimaux. Dans ces cas, les ressources publiques ne doivent pas se substituer aux financements privés, mais jouer un rôle de catalyseur et aider à rendre plus gérables les risques associés aux projets.” (p4) ou encore les “principes de gouvernance régissant les banques de développement (doivent garantir) que celles-ci n'utilisent pas leur avantage en matière de coûts de financement pour se substituer aux financements privés, mais visent au contraire à catalyser les financements privés dans les domaines où ceux-ci peinent à se concrétiser”. (p6).*

- ➔ Cet angle mort du livre vert porte en soi l'échec d'une quelconque politique visant à accroître les investissements à long terme. En effet, les acteurs bancaires et financiers sont aujourd'hui massivement orientés vers le très court terme et la recherche de rendements incompatibles avec les investissements de long terme.
- ➔ Changer cela nécessitera des réformes lourdes en matière de régulation et d'incitation de ces acteurs. Les auteurs du livre vert citent plusieurs évolutions positives en cours. Il n'en reste pas moins, qu'elles mettront du temps à se mettre en place.
- ➔ L'implication directe des administrations publiques (UE, Etat et collectivités) pour investir afin de préparer le futur et ainsi entraîner le reste de l'économie en est d'autant plus fondamentale.

### **L'objectif consistant à diversifier le système d'intermédiation financière constitue une erreur de fond.**

Dès l'introduction, le livre vert pose la question de la dépendance européenne à l'intermédiation bancaire. *“Il est important de se demander si en Europe, la dépendance traditionnellement élevée à l'égard de l'intermédiation bancaire pour le financement d'investissements à long terme pourrait se voir remplacée par un système plus diversifié laissant plus de place au financement direct par les marchés de capitaux et à l'intervention des investisseurs institutionnels et des marchés financiers alternatifs.” (p3)*

La diversification du système d'intermédiation financière pour l'investissement à long terme en Europe est même érigée comme objectif principal du livre vert au même titre que l'accroissement de l'offre de financement. Cet objectif est justifié par :

- 1/ Un rôle traditionnellement élevé des banques en Europe dans l'intermédiation financière à la différence d'autres pays comme les USA
- 2/ Le fait que les banques prêtent moins pour raison de désendettement et de renforcement de la réglementation.

Pour la Fondation Nicolas Hulot, cette orientation du livre vert en faveur de la diversification du système d'intermédiation financière constitue une erreur de fond. Elle relève d'une croyance quasi idéologique dans les vertus des marchés financiers à une époque où leur inefficience a pourtant été

mainte fois démontrée tant sur le plan théorique que dans les faits comme nous le rappelle la crise financière déclenchée en 2007 dont nous subissons encore lourdement les conséquences.

La volonté affichée dans le livre vert de promouvoir le financement par le marché pour tous les acteurs, y compris les PME, relève de la même logique que celle qui a conduit à la diffusion de la crise des subprimes US à l'économie mondiale. En effet, l'espoir qui a sous-tendu le développement de la titrisation depuis la fin des années 1980, était qu'elle puisse permettre de financer toute l'économie par les marchés. La plupart des PME (à fortiori les particuliers) ne peut pas émettre de dette ou d'action sur les marchés : faute de connaître l'émetteur de cette dette, aucun investisseur ne voudrait lui prêter du fait du coût exorbitant de la collecte d'information. Les produits de titrisation, parce qu'ils regroupent des centaines, voire des milliers, de créances différentes, ont pu faire croire qu'ils permettraient d'épargner aux investisseurs la tâche de s'informer sur la PME à qui ils envisageaient de prêter : ils reposaient sur l'idée (illusoire) que la multiplication des créances permet de diversifier le risque de manière automatique. En ne mettant pas "tous ses œufs dans le même panier", celui qui achète un CDO ne peut-il pas se dispenser de la moindre étude sur la solvabilité de ses débiteurs ? La période 2007-2009 a montré que la titrisation, non seulement, ne fournit aucune garantie contre l'effet de contagion mais, pire encore, y contribue considérablement.

Ajoutons que dans leur grande majorité les PME, notamment françaises, ne sauront pas se financer sur le marché. Le temps et l'ingéniosité mis en œuvre pour développer des produits de marché à destination de ces acteurs auront donc été en pure perte et n'empêcheront pas la dégradation de la situation des PME déjà bien en difficulté.

### **3. Le rôle des pouvoirs publics : créer un cadre stratégique.**

Le livre vert insiste sur la nécessité de réguler le secteur bancaire et financier. *"L'un des principaux enseignements de la crise est que le secteur financier doit être soumis à une régulation et à une surveillance appropriées pour rétablir la stabilité financière et restaurer la confiance dans les marchés. L'UE met en œuvre un vaste programme de réformes à cet effet, en complément des réformes plus générales d'ordre budgétaire et économique"*

Au delà de la stabilité financière, il s'agit également de calibrer *"un nouveau cadre réglementaire et prudentiel (...) de telle manière que le secteur financier puisse et soit incité à apporter un appui à l'économie réelle, sans pour autant compromettre la stabilité financière."* (pages 6 et 7)

La Fondation Nicolas Hulot partage les grandes lignes de ce constat qu'il est cependant nécessaire de préciser sur plusieurs points :

- ➔ Les auteurs du livre vert notent que *"Les pouvoirs publics et les acteurs du marché sont conjointement responsables de la création de ce cadre favorable"*. Pour la Fondation Nicolas Hulot, les acteurs de marché ne doivent



pas être tenus responsables de la création du cadre qui les concerne !

- La régulation du secteur financier doit avoir pour objectif clairement affiché de réduire l'appétence de ces acteurs pour le court terme et de limiter au maximum les capacités spéculatives. En clair, si on veut que les financements soient réorientés vers l'économie réelle, et surtout vers le long terme et les secteurs à fortes externalités ne faisant pas encore l'objet d'un signal prix significatif, il est nécessaire de rendre de nouveau ces investissements attractifs et donc de réduire les plus values réalisées sur les marchés du fait d'opérations spéculatives dont les liens avec l'économie réelle sont particulièrement distendus.
- Plus généralement, il s'agit pour les pouvoirs publics d'élaborer un cadre stratégique global favorable aux investissements nécessaires pour préparer le futur. Ce sujet est abordé dans la partie du livre vert consacrée aux *"Facteurs transversaux favorisant l'épargne et le financement à long terme"* (p15 à 19).

Les auteurs notent ainsi que *"L'action des pouvoirs publics, notamment en matière fiscale, joue un rôle important dans la mesure où elle est susceptible d'encourager les projets d'investissement à long terme, de créer des incitations et de donner la possibilité aux ménages de constituer une épargne longue et aux acteurs du marché de mettre des financements à long terme à disposition d'investissements productifs. Les cadres politiques à long terme définis par les pouvoirs publics favorisent la mise en œuvre de programmes d'investissement stratégiques largement indépendants des cycles électoraux, apportant ainsi une transparence et une certitude accrues aux investisseurs et aux entreprises. Il est important, dans ce contexte, que l'intervention de l'État ne se traduise pas par une distorsion de la concurrence, l'éviction des investisseurs privés ou des atteintes à l'égalité des conditions de concurrence dans le marché unique."*

Dans ce domaine, **un nouvel angle mort du rapport concerne toutes les politiques visant à l'introduction d'un signal prix** (marchés de quotas ou fiscalité) pour inciter les acteurs à choisir dans leur consommation courante mais aussi dans leurs investissements ceux qui sont le plus économes en ressources. De même, les politiques visant à réduire les inégalités sociales constituent un des éléments du cadre stratégique global dans la mesure où de plus en plus d'études<sup>3</sup> convergent pour montrer que les inégalités sociales sont un frein à la prise en compte des enjeux écologiques.

---

<sup>3</sup> Voir notamment Joseph E. Stiglitz, « The Inefficiency of Stock Market Equilibrium, *Review of Economic Studies*, vol 49, 1982, p 241-261. J. Geanakoplos, M. Magill, M. Quinzii et J. Drèze, « Generic Inefficiency of Stock Market Equilibrium When Markets are Incomplete », *Journal of Mathematical Economics*, vol 19, p113-152. Takeshi Momi, Non Existence of Equilibrium in an Incomplete Stock Market Economy », *Journal of Mathematical Economics*, vol 35, 2001, p41-70. John Geanakoplos et Andreu Mas-Colell, « Real Indeterminacy with Financial Assets », *Journal of Economic Theory*, vol 47, 1989, p. 22-38.

## » RÉPONSES AUX QUESTIONS DU LIVRE VERT

*Pour éviter les répétitions, nous avons choisi de regrouper certaines questions dont les thèmes sont connexes et de faire une réponse commune. Nous n'avons par ailleurs pas répondu à l'ensemble des questions.*

### **Q1 Êtes-vous d'accord avec l'analyse ci-dessus en ce qui concerne la fourniture et les caractéristiques du financement à long terme?**

Parmi les sources de financement à long terme citées dans le livre vert, il manque la création monétaire. Entre 2001 et 2011, la masse monétaire M1 de la zone euro a été multipliée par plus de deux. Il y a donc bien eu création de monnaie. Celle-ci n'est pas le fait des Etats puisque cette ressource leur est interdite par les traités européens. La majeure partie de la création monétaire a donc été réalisée par les banques privées lors de leurs activités de crédit (sur la même période la masse des billets de banques, créés par la BCE pour répondre à la demande des banques de la zone a augmenté d'environ 140% mais elle ne représente aujourd'hui que 17% de M1). Sachant qu'une partie des opérations de crédit concerne effectivement des investissements de long terme en partie des entreprises, il s'agit donc bien là d'une source de financement à ajouter aux 4 mentionnées dans le livre vert.

### **Q2. Avez-vous un avis sur la meilleure manière de définir le financement à long terme?**

Le financement à long terme est celui qui apporte des ressources financières aux investissements permettant de préparer le futur en fonction des priorités que se donne l'Union européenne, notamment en matière d'indépendance énergétique, de lutte contre le changement climatique et plus généralement en faveur de la transition écologique.

### **Q3. Compte tenu des évolutions du secteur bancaire, quel sera à l'avenir, selon vous, le rôle des banques en matière de financement de l'investissement à long terme?**

De façon générale, pour la Fondation Nicolas Hulot les banques doivent conserver un rôle important en matière de financement de l'investissement de long terme et notamment des acteurs que sont les particuliers et les PME. Pour que cela devienne effectif, il sera, cependant, nécessaire de réglementer les marchés financiers, le shadow banking et autres inventions récentes du secteur bancaire pour décupler l'effet de levier de leurs opérations en échappant à toute législation. Les milliards qui courent entre Londres, Francfort, Singapour, New-York et les paradis fiscaux, ne viendront jamais spontanément financer des investissements réels énergétiques-climatiques. Ou seulement de manière extrêmement marginale. Le moyen de parvenir à réorienter les liquidités disponibles, c'est la réglementation des marchés, en

vue d'y réduire autant que possible l'effet de levier des opérations qui y sont menées. Tant que celles-ci promettent des rendements sur action extravagants<sup>4</sup>, la transition écologique n'aura que très peu de chance d'attirer des investisseurs privés. Pourquoi ? Parce que les rendements financiers de la plupart des chantiers de la transition sont trop faibles et ne peuvent rivaliser avec les 15% par an que continuent d'exiger les actionnaires de la plupart de grands groupes. C'est pourquoi, le mouvement de réglementation des marchés entamé par la Commission Européenne est essentiel et doit être accéléré. La séparation stricte des activités bancaires est une des dimensions fondamentales de cette réglementation à mener puisqu'elle permettra notamment de recentrer les banques commerciales sur leur activité de crédit à l'économie réelle.

#### **Q4, 5, 19 ET 30 - Les outils de financement public.**

Q4. Comment le rôle des banques de développement nationales et multilatérales peut-il soutenir au mieux le financement de l'investissement à long terme? La coordination entre ces banques pourrait-elle être améliorée aux fins des objectifs politiques de l'Union? Comment les instruments financiers au titre du budget de l'Union pourraient-ils être mis en œuvre afin d'apporter un meilleur appui à l'investissement à long terme dans la croissance durable?

Q5. Existe-t-il d'autres outils et cadres de politique publique susceptibles d'apporter un appui au financement de l'investissement à long terme?

Q19. Un renforcement de la coordination fiscale dans l'UE permettrait-il de favoriser le financement de l'investissement à long terme?

Q30. Au-delà de l'analyse et des mesures présentées dans le présent livre vert, qu'est-ce qui pourrait contribuer au financement à long terme de l'économie européenne?

Comme noté dans les remarques préliminaires, le livre vert fait l'impasse sur les voies consistant à augmenter les ressources publiques dédiées à l'investissement de long terme. C'est pourquoi, nous avons choisi de développer ici cet aspect.

#### **1. Un préalable essentiel : créer une stratégie européenne unifiée de l'investissement à long terme.**

Il existe aujourd'hui une multitude d'initiatives européennes touchant l'investissement à long terme<sup>5</sup> mais aucune stratégie unifiée et claire pour l'ensemble des acteurs. La Fondation Nicolas Hulot recommande donc de regrouper l'ensemble des stratégies sectorielles existantes<sup>6</sup> dans un docu-

---

<sup>4</sup> BNP-Paribas affiche encore 12% de ROE en 2012 et la majorité des poids lourds du CAC 40, 15%. Dans une économie qui ne croît plus, de tels "rendements" ne sauraient provenir d'investissements "réels".

<sup>5</sup> Interconnexion en Europe

<sup>6</sup> On peut par exemple citer la [Communication pour Une politique industrielle intégrée à l'ère de la mondialisation](#), l'initiative [Pour une Union de l'innovation](#), le [Mécanisme pour l'interconnexion en Europe](#), la [feuille de route pour une Europe compétitive et sobre en carbone d'ici 2050](#), les [priorités en matière d'infrastructures énergétiques pour 2020](#), la [Communication Investir dans le domaine social en faveur de la croissance et de la cohésion](#).

ment unique puis de vérifier si elles correspondent bien aux objectifs de long terme de l'UE en se basant sur des indicateurs traduisant ces objectifs. Enfin, il s'agira de mettre en conformité tous les outils de financement de long terme dont l'UE a la maîtrise (de l'investissement direct aux outils d'ingénierie financière en passant par la fiscalité et la réglementation) avec cette stratégie d'investissement à long terme.

Il importe, également, de vérifier que l'ensemble des fonds publics qu'ils proviennent du budget de l'UE ou de banques publiques, qu'ils soient délivrés sous forme d'investissement direct ou de garantie, concourent bien à la stratégie de financement préalablement définie. A titre d'exemple, à partir du moment où un objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre de 80% par rapport à 1990 d'ici 2050 est affiché<sup>7</sup>, il n'est plus possible de consacrer des financements publics à l'exploitation des énergies fossiles.

L'UE pourrait également publier des recommandations pour que les pays membres déclinent des plans d'investissements stratégiques de même type et y appliquent des doctrines d'investissement cohérentes.

Il serait enfin nécessaire de promouvoir une politique européenne de suppression programmée des subventions dommageables à l'environnement. Il faut pouvoir les répertorier, les chiffrer et les suivre. Ces montants devraient être ensuite réorientés vers les investissements de long terme.

## **2. Restaurer les comptes publics par la mise en place d'une fiscalité unifiée et d'une vraie politique de lutte contre les paradis fiscaux et l'évasion fiscale.**

Depuis le début de la construction européenne, la politique fiscale relève de la compétence des Etats. Les règles fiscales communes doivent être décidées à l'unanimité. Si la fiscalité sur la consommation (TVA et droits d'accises) a fait l'objet d'une harmonisation, il n'en va pas de même de la fiscalité sur le patrimoine et le revenu des ménages ou sur les bénéfices des entreprises. Cela a commencé à poser problème à partir de la création du marché unique en 1986 qui s'est accompagnée de la levée des entraves aux mouvements de capitaux, aux investissements transfrontaliers et aux échanges de services, notamment financiers.

Chaque pays a ainsi été fortement incité à baisser les impôts sur les revenus des plus aisés ou sur les entreprises afin d'attirer ces catégories d'acteurs économiques. A noter que l'attractivité pour ce genre de politique est d'autant plus importante que le pays est petit : contrairement à ce qui se passe dans un grand pays, la baisse des ressources fiscales consécutives à la réduction des taux d'imposition est assez facilement compensée voire dépassée par l'arrivée de ménages aisés ou de nouvelles entreprises. C'est ainsi que de véritables paradis fiscaux se sont créés en Europe.

L'impact de ce dumping fiscal généralisé est conséquent. On peut ainsi constater en consultant le CP d'Eurostat sur [l'Evolution de la fiscalité dans l'Union européenne d'avril 2013](#) que le taux marginal supérieur de l'impôt

<sup>7</sup> Voir ici : [http://ec.europa.eu/clima/policies/brief/eu/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/clima/policies/brief/eu/index_en.htm)

sur le revenu qui était encore en moyenne de 44,8 % dans l'UE en 2000 était tombé à 38,1 % en 2012. Quant aux bénéficiaires des entreprises, ils étaient imposés en moyenne à 31,9 % en 2000 et seulement à 23% en 2010.

Au-delà du dumping fiscal, la fraude constitue également un fort manque à gagner pour les Etats européens. C'est ainsi que le syndicat français Solidaires Finances publiques<sup>8</sup>, estime que la France perd aujourd'hui de 60 à 80 milliards d'euros de recettes fiscales par an, soit entre 16,7 % et 22,3 % du montant total de ces recettes. En 2006, le syndicat évaluait les sommes perdues à 42-51 milliards, soit une fourchette de 12,3 % à 15 % des recettes totales.

Enfin, les techniques d'optimisation fiscale, notamment via les prix de transfert, mises en œuvre par les groupes multinationaux représentent aussi un lourd manque à gagner. Dans un récent rapport la Banque de France<sup>9</sup> a utilisé la règle du "principe directionnel étendu"<sup>10</sup> pour calculer les investissements directs étrangers vers la France. Il en résulte que *"le montant des stocks d'investissements directs étrangers en France était ainsi surestimé de 60 milliards (soit de 27 %) selon l'ancienne méthode à la fin de l'année 2000. Il aurait été surestimé de 273 milliards, soit de 59 %, fin 2011 si le principe directionnel étendu n'avait pas été appliqué aux opérations transfrontières intragroupe"* (p25-26).

En conséquence, afin de restaurer les comptes publics il est nécessaire :

- d'harmoniser la fiscalité européenne en matière d'impôts sur les sociétés et sur le capital;
- de poursuivre et d'accroître les efforts européens en vue de lutter contre les paradis fiscaux notamment par l'échange automatique d'information ;
- d'organiser la lutte contre les abus en matière d'optimisation fiscale

### **3. Flécher la "création monétaire" sur les investissements de la transition écologique.**

#### **• L'idée générale de la proposition est la suivante.**

Faire en sorte que les Etats européens puissent de nouveau se financer auprès de leur Banque centrale afin de changer les contreparties de la masse monétaire. Comme noté dans la réponse à la question 1, la monnaie qui irrigue aujourd'hui l'économie est principalement créée par les banques

---

<sup>8</sup> Source : [dossier de presse du 14 mai 2013](#)

<sup>9</sup> Les [investissements directs étrangers en France de 2005 à 2011](#)", par Dominique Nivat et Bruno Terrien, Bulletin de la Banque de France n° 191, 1er trim. 2013.

<sup>10</sup> Cette nouvelle méthode deviendra la norme pour la présentation des statistiques des investissements directs à l'échelle européenne à compter de 2014. Alors que selon la méthodologie traditionnelle, les prêts et emprunts entre sociétés sœurs doivent être enregistrés, comme les autres flux financiers de balance des paiements, sur la base des créances et des engagements des sociétés résidentes vis-à-vis de l'étranger, l'application de la règle du principe directionnel étendu consiste à classer les prêts entre sociétés sœurs d'un même groupe international en investissements directs français à l'étranger quand la maison mère du groupe est résidente française, et en investissements directs étrangers en France lorsque la tête du groupe est située à l'étranger.

commerciales lors de leur activité de crédit. Cette création monétaire a été très conséquente au cours des dernières années<sup>11</sup>. Il est particulièrement choquant que lorsque les Etats investissent dans l'avenir (construction de crèches et d'universités, rénovation thermique de logements sociaux, aide à l'installation de jeunes agriculteurs), ils soient obligés d'emprunter sur les marchés financiers alors que les banques créent de la monnaie indépendamment de l'utilité sociale et économique des financements qu'elles accordent. Cela a par exemple été le cas pour les prêts immobiliers accordés à des personnes non solvables (comme en Espagne par exemple) ou pour alimenter la spéculation des départements gestion d'actif (notamment sur les matières premières, les obligations souveraines ou les CDS...). Il s'agit donc de faire en sorte que la monnaie soit créée plus largement au bénéfice des investissements de long terme identifiés par les autorités publiques et moins fortement par les banques privées.

Afin d'atteindre cet objectif, la voie la plus simple consisterait évidemment à autoriser la Banque centrale à avancer les moyens nécessaires aux Etats dès lors qu'ils sont bien affectés aux investissements de la transition écologique. Une modification des traités européens serait donc nécessaire à terme.

- ***Il est possible d'agir dès aujourd'hui et ce de diverses façons.***

>> La BCE et les Banques centrales nationales peuvent racheter des titres d'Etat présentés par des banques lors des opérations de refinancement. Cette disposition s'applique également aux établissements publics de crédit<sup>12</sup> qui pourraient donc servir d'intermédiaire entre les Banques centrales et les Etats. Ce rôle serait joué par la Banque européenne d'investissement pour les grands projets d'infrastructures européens et par des institutions existantes (Caisse des Dépôts) ou à créer (banque nationale d'investissement) pour les projets nationaux du plan. Ces établissements émettraient des obligations fléchées sur des projets concrets qui seraient, ensuite, rachetées par la BCE de la même façon qu'elle a racheté aux banques privées les titres des pays en difficulté (Grèce, Italie, Espagne...).

>> Il serait également possible d'utiliser pour des banques publiques (BEI, CDC, KfW et consorts) les « mesures non conventionnelles » mises en place par la BCE depuis le début de la crise pour apporter des liquidités aux banques commerciales. L'opération LTRO lancée fin 2011 début 2012, par exemple, a consisté à prêter environ 1000 milliards aux banques européennes à 3 ans à un taux de 1%<sup>13</sup>. Il est très probable que cette opération devienne de fait « revolving ». La BCE pourrait accorder le même type de

---

<sup>11</sup> De 2001 à 2011 l'agrégat monétaire M1 est passé de 2 096 mds d'euros à 4780 mds d'euros soit une augmentation de 140%.

<sup>12</sup> Art 123-2 du traité de Lisbonne

<sup>13</sup> Sur ces 1000 milliards environ la moitié a, en fait, servi à remplacer des prêts arrivant à échéance. Théoriquement, l'autre moitié aurait dû être utilisée par les banques pour augmenter leurs prêts à l'économie réelle. Dans les faits, cela ne s'est pas passé ainsi, confirmant le diagnostic de trappe à liquidité que nous dressons.

facilités aux banques publiques chargées de la transition énergétique et d'entrée de jeu sur une durée plus longue.

>> Une troisième solution consisterait à créer une institution financière non bancaire ad hoc, filiale de l'Etat et d'entreprises privées sur le modèle de la Société de Financement de l'Economie Française (SFEF), qui a fonctionné de 2008 à 2009 pour apporter des liquidités aux banques.<sup>14</sup> IL serait possible d'adapter ce mécanisme en créant par exemple une Société de Financement de la Transition Energétique (SFTE). Elle contribuerait aux dispositifs de financement de projets (rénovation thermique des bâtiments publics, développement des énergies renouvelables...) :

- en apportant la garantie de l'Etat sur les opérations de prêts bancaires en direction des chantiers de la transition les plus rentables<sup>15</sup> ;
- en accordant elle-même des prêts longs à très bas taux aux acteurs présents sur les chantiers les moins rentables.

L'Etat étant actionnaire minoritaire (34%), la SFTE – tout comme la SFEF en 2008-2009 – serait une société anonyme de droit privé, dont la dette ne serait pas comptabilisée dans la dette publique française (si ce n'est en engagement hors bilan de l'Etat à cause de la garantie publique accordée). Tout comme la SFEF, la SFTE serait néanmoins sous contrôle public via, par exemple, un administrateur représentant l'Etat.

- ***Dans tous les cas, il est essentiel de s'assurer que les financements sont bien dirigés vers les investissements de long terme.***

Pour cela, le dispositif des projets bonds initié par la Commission Européenne est très intéressant en cela qu'il permet véritablement de flécher la monnaie vers des projets bien identifiés. Il pourrait être doublé de « program bonds », regroupant plusieurs projets de moindre dimension mais faisant un tout cohérent (même technologie, même localisation géographique et si possible même constructeur).

A noter que les mécanismes proposés ici se distinguent du quantitative easing mené par les Banques centrales depuis le début de la crise financière. En effet, les Banques centrales achètent les titres de dette publique sur le marché secondaire (principalement aux banques). Ces interventions visent à rassurer les marchés en fournissant de la liquidité aux banques et à limiter la hausse des taux d'intérêts. Malheureusement, ces liquidités surabondantes sont déjà en train d'alimenter une nouvelle bulle sur les marchés financiers. Si les principaux indicateurs financiers ont retrouvé les niveaux qui étaient les leurs avant 2007, cela ne veut nullement dire que la zone euro est tirée d'affaire et que la croissance est pour demain matin. Que les places

---

<sup>14</sup> Société anonyme de droit privé, avec des fonds propres de seulement 75 M (1/3 Etat, 2/3 banques commerciales), une garantie de l'Etat (265 Mds sur des emprunts à 5 ans) et un Commissaire du gouvernement, la SFEF a émis 77 Mds d'obligations garanties par l'Etat, les banques se refinançant auprès de la BCE grâce à ces obligations. D'autres pays européens ont mis en place des dispositifs assez similaires.

<sup>15</sup> L'octroi de la garantie serait conditionnel au fléchage et au conditionnement des prêts sous l'autorité de la SFTE et à la participation desdites banques à un syndicat de prise ferme sur 40% de la dette émise par la SFTE.

boursières commencent à retrouver le sourire veut simplement dire que les trillions qui ont été injectés dans les bilans des banques (en grande partie ruinées par les subprimes, encore aujourd'hui) par les Banques Centrales depuis 5 ans commencent à sortir desdits bilans. Mais au lieu d'irriguer l'économie réelle, ils sont réinvestis dans des paris d'argent sur les marchés financiers qui sont très largement déconnectés du réel -- sans même parler du "long terme" qu'est la transition.

- ***L'outil des planchers d'effet public pourrait être complémentaire des instruments mentionnés ci-dessus.***

Au lendemain de la guerre, les banques ont été amenées à détenir une proportion minimum de leurs actifs sous forme de titres de la dette publique. Ce qui a permis de canaliser une partie des financements, et de la création monétaire, des banques vers des investissements jugés prioritaires pour la reconstruction de l'économie française. En France, la Banque de France a ainsi prescrit aux banques en 1948 d'employer au moins 25% de leurs dépôts en bons du Trésor. Ce pourcentage prescrit a ensuite été progressivement réduit, jusqu'à ce que l'obligation soit levée en 1967. Il serait utile de réanimer cet outil en le fléchant spécifiquement sur les investissements de long terme.

## **Q21 - Quels types d'incitations sont susceptibles de promouvoir un engagement à plus long terme des actionnaires ?**

Les auteurs du livre vert constatent que les entreprises sont davantage financées par les dettes que par les actions et laissent entendre qu'un rééquilibrage serait nécessaire. Par ailleurs, à plusieurs reprises le fait que des acteurs réduisent la part de l'action dans leur portefeuille d'actifs financiers est analysé comme le signe de leur préférence pour l'épargne de court terme.

La question de l'actionnariat nous semble mériter un développement plus long que le simple constat selon lequel il faudrait encourager cette forme d'investissement. Si un rééquilibrage entre dette et fonds propres apparaît souhaitable, il est également absolument nécessaire de revoir le rôle des actionnaires afin qu'ils soient de nouveau conforme aux intérêts des entreprises dont ils ont la propriété.

Plusieurs éléments permettent en effet de montrer que ce n'est pas le cas aujourd'hui :

1. Le temps de détention des actions a considérablement diminué, à tel point qu'il paraît quelque peu ironique de parler de source de financement à long terme.
2. Par ailleurs, le livre vert fait état page 5 d'un fort déclin des investissements des entreprises mais sans en tirer d'enseignement.



Une étude sur ce sujet parue en janvier 2013<sup>16</sup> montre qu'en France ce déclin a commencé au début des années 80 : depuis cette période la part de l'excédent net d'exploitation consacré aux investissements (formation nette de capital fixe) a été divisée par deux. Identifier pourquoi l'investissement baisse paraît donc fondamental : à quoi bon augmenter les sources de financement à long terme si elles ne sont pas utilisées ?

Pour les auteurs de l'étude, cette évolution est en partie liée à la hausse de la rémunération des actionnaires et au "surcoût" du capital que cela induit (surcoût qu'ils essaient de calculer et évaluent à 100 mds d'euros pour la France). Ainsi, à la fin des années 1980, les entreprises redistribuaient environ 30 % de leurs ressources financières (excédent net d'exploitation et dividendes reçus) contre près de 80 % aujourd'hui. *"Les sommes d'argent que les entreprises consacrent à la rémunération des actionnaires sont devenues au moins deux fois plus importantes que les sommes qu'elles consacrent à l'extension et à l'amélioration du capital productif, alors que c'était l'inverse au début des années 1980 : les profits distribués représentaient la moitié des sommes consacrées à l'accumulation."*<sup>17</sup> Dans un entretien à Alternatives économiques l'un des auteurs exprime ainsi que *"Ce n'est pas une particularité française, et partout cela peut s'expliquer par la financiarisation croissante des entreprises, qui passe par un changement de rapport de force entre managers et actionnaires. Durant les Trente Glorieuses, les premiers pouvaient donner la priorité à la croissance de long terme des entreprises. Aujourd'hui, la priorité est donnée à la rémunération des actionnaires et à la sélection des seuls investissements aux taux de rentabilité rapides et élevés. Le tout s'accompagne de mécanismes de rémunération des managers indexés sur les performances financières de la firme (stock-options, actions gratuites...), afin d'aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires."*<sup>18</sup>

Effectivement, à partir des années 80, la doctrine de la création de valeur pour l'actionnaire s'est peu à peu imposée. Les objectifs de profits ont été relevés non pas pour rendre pérenne le développement des entreprises, mais pour être prioritairement alloués aux actionnaires. Cette priorité aux actionnaires est clairement défavorable aux intérêts de long terme de l'entreprise. Afin de satisfaire les actionnaires, de nombreuses entreprises ont taillé dans les dépenses de R&D et dans les investissements physiques pour relever mécaniquement leurs taux de profit. L'impact de cette exigence de profit pour les entreprises cotées est démultiplié par leur rôle de grands donneurs d'ordres. Situées pour la plupart en aval des filières de production, elles exercent une pression considérable sur l'ensemble de leurs fournisseurs et sous-traitants. A l'usage, cet axiome s'est révélé jouer un rôle déstabilisant pour les entreprises et déresponsabilisant pour les actionnaires, les unes et les autres tombant dans l'aliénation du profit pour le profit.

---

<sup>16</sup> Le [coût du capital et son surcoût](#). Sens de la notion, mesure et évolution, conséquences économiques, par Laurent Cordonnier, Thomas Dallery, Vincent Duwicquet, Jordan Melmiès et Franck Vandeveld, Clersé, université Lille 1, janvier 2013.

<sup>17</sup> Rapport ci-dessus page 64.

<sup>18</sup> Entretien avec Thomas Dallery, enseignant-chercheur à l'université du Littoral Côte d'Opale. Alternative économique juin 2013.

Afin de relever le taux d'investissement productif privé dans les années à venir il est nécessaire de revenir sur l'impératif de la « création de valeur pour l'actionnaire ». Une nouvelle affectation des profits est donc nécessaire. Il s'agirait par exemple de prévoir, dans les Codes de commerce, que l'exercice des droits de vote est réservé aux *actionnaires stratégiques*, qui se sont engagés contractuellement avec les entreprises, en approuvant leurs objectifs et les plans formés pour atteindre ces objectifs.<sup>19</sup>

## **Q29. Un cadre réglementaire européen permettrait-il de favoriser le développement de ces sources de financement non traditionnelles autres que bancaires pour les PME, ou entraverait-il au contraire ce développement? Quelles réformes pourraient favoriser la croissance future de ces marchés ?**

Le crowdfunding ou financement participatif apparaît comme une source de financement prometteuse<sup>20</sup> en particulier pour les PME. Il s'agit de mécanismes permettant de récolter des fonds - généralement des petits montants - auprès d'un large public, pour financer un projet créatif ou entrepreneurial. Ils fonctionnent le plus souvent via Internet. Les opérations de crowdfunding peuvent prendre différentes formes (prêts à titre gratuit ou rémunéré ; souscription de titres ; don ou contribution pouvant donner lieu à des contreparties en nature ou en numéraire).

Le recours à l'investissement participatif ou citoyen répond à un double objectif : 1/ renforcer l'acceptabilité des projets en associant de nombreux citoyens voire des collectivités au développement du projet 2/ faire baisser le coût des fonds propres des projets, car, en raison de la dimension souvent affective des investisseurs, ils exigent une rentabilité inférieure à celle des investisseurs traditionnels.

S'agissant de méthodes de financement spécifiques aux tout petits projets, il faudrait penser un cadre législatif plus favorable et moins contraignant. Ainsi, en France, par exemple, les projets d'investissement participatif peinent à voir le jour en raison d'un cadre réglementaire trop contraignant. Si le nombre d'investisseurs dans le capital d'une société projet dépasse 99, alors il devient nécessaire d'obtenir un visa de l'Autorité des Marchés Financiers, procédure qui peut s'avérer longue et coûteuse.

---

<sup>19</sup> Ces propositions s'inspirent de celles formulées par Jean-Luc Gréau, notamment dans le Livre « Pour une société sobre et désirable » – PUF – 2010.

<sup>20</sup> 3 milliards de dollars collectés sur nos plateformes dans le monde en 2012, les 5 milliards annoncés pour 2013 et les 100 milliards prévus par le magazine Forbes pour 2020 ont fini par attirer votre attention.

## LA FONDATION NICOLAS HULOT

Créée en 1990, la Fondation Nicolas Hulot pour la Nature et l'Homme œuvre pour un monde équitable et solidaire qui respecte la Nature et le bien-être de l'Homme. Elle s'est donnée pour mission de proposer et accélérer les changements de comportements individuels et collectifs, et soutenir des initiatives environnementales en France comme à l'international pour engager la transition écologique de nos sociétés.

Reconnue d'utilité publique, apolitique et non confessionnelle, la Fondation est une ONG environnementale représentative. A ce titre, elle siège dans plusieurs organismes consultatifs tels que le Conseil économique social et environnemental ou le Conseil national de la transition écologique.

Afin de mener à bien sa mission, la Fondation est à la fois un Think tank et un Do tank : elle combine, ainsi, la réflexion à l'action pour faire émerger un projet de société crédible et porteur d'espérance. L'écologie ne doit plus être une thématique parmi d'autres mais constituer le cœur de l'action publique et privée.

Laboratoire d'idées innovantes pour la transition écologique, le Think tank de la Fondation élabore des propositions en lien avec son Conseil scientifique et son réseau d'experts pluridisciplinaire et de haut niveau. Elles sont mises en débat à travers des publications, et diverses formes d'événements intellectuels et médiatiques. Les équipes de la Fondation les portent, ensuite, auprès des décideurs politiques et économiques. Il s'agit de passer du diagnostic scientifique aux propositions politiques dans tous les domaines de la société. Les thèmes de travail portent ainsi tant sur la finance que l'alimentation, la santé que l'éducation, la démocratie que la mobilité...

Par ailleurs, parce que la transition écologique est déjà imaginée, voire mise en œuvre localement, la Fondation est présente aux côtés des acteurs de terrain depuis plus de vingt ans, en France et à l'international. Elle soutient, valorise et diffuse, au sein de son Do tank des initiatives porteuses d'avenir, afin de les démultiplier à plus grande échelle. Riche d'enseignements, la réalité du terrain inspire et nourrit la production intellectuelle.

Afin que chacun puisse s'appropriier et se mobiliser en faveur de la transition écologique, la Fondation élabore des outils et des campagnes citoyennes qui ont pour objectif de fédérer les citoyens autour des propositions issues du think tank tout en valorisant les initiatives exemplaires.

## CONTRIBUTION AU LIVRE VERT SUR LE FINANCEMENT A LONG TERME DE L'ECONOMIE EUROPEENNE

La Commission européenne a ouvert du 25 mars au 25 juin 2013 une consultation sur le Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne. La Fondation Nicolas Hulot apporte dans ce document sa contribution au débat en insistant, en particulier, sur la nécessité de définir le financement à long terme par sa finalité et sur l'importance de renforcer les moyens financiers dont disposent les collectivités publiques.

### LA COLLECTION VEILLE ET PROPOSITIONS

Depuis le Pacte écologique et le Grenelle de l'environnement, la Fondation Nicolas Hulot développe une activité de think tank. Son objectif : participer à l'élaboration des chemins de la transition vers une société qui permette l'épanouissement humain en respectant la biosphère. Dans ce cadre, elle édite la collection "Veille et propositions" afin de soumettre ses analyses et ses propositions au débat public.

➔ Retrouvez toutes nos publications sur :  
<http://think-tank.fnh.org/publications>

➔ Sur le même sujet :



Financer l'avenir sans creuser la dette – 2011



Séminaire de réflexion sur la proposition Financer l'avenir sans creuser la dette - 2011

➔ <http://think-tank.fnh.org>

 [@think\\_tank\\_fnh](https://twitter.com/think_tank_fnh)

 <https://www.facebook.com/ThinkTankFondationNicolasHulot>