

RÔLES ET CARACTÉRISTIQUES DES INVESTISSEURS DE LONG TERME DANS L'ÉCONOMIE

AUGUSTIN DE ROMANET*

La crise mondiale a mis la lumière sur les comportements mimétiques et court-termistes de nombreux acteurs financiers. L'impact de ces comportements a été exacerbé par l'importance des effets de levier utilisés par certains de ces acteurs, mais aussi par le caractère procyclique des normes comptables et prudentielles actuelles. Ces normes conduisent, en effet, à sous-estimer les risques dans les phases d'exubérance durant lesquelles l'inflation du prix des actifs gagés comme collatéraux entretient l'augmentation des taux d'endettement, et à constituer des provisions trop importantes dans les phases de crise aiguë durant lesquelles les actifs sont anormalement dépréciés.

Le retour à un fonctionnement normal des circuits de financement de l'économie qui repose sur la restau-

ration de la confiance entre acteurs économiques ne pouvant être que très progressif, la mise à disposition des entreprises de ressources de financement longues par des investisseurs est un enjeu d'autant plus vital afin d'amortir les conséquences économiques et sociales de cette crise. Cette prise de conscience collective des vertus de l'investissement de long terme est de plus en plus partagée par les pouvoirs publics, les entreprises et un nombre grandissant d'opérateurs financiers.

Dans le contexte actuel, la mise en place d'une régulation ne défavorisant pas les financements longs est donc un enjeu majeur qui devrait être pris en compte dans le chantier de refondation du capitalisme lancé par le G20 en avril 2009. En particulier, l'évolution récente des réglementations comptables et prudentielles régissant

* Directeur général de la Caisse des Dépôts.

les activités de certains opérateurs long-termistes par nature (assureurs notamment), aurait accentué les déséquilibres sur les marchés en les contraignant à liquider une partie de leurs actifs, à engagements inchangés, pendant la phase de chute des marchés. Cela aurait eu pour conséquence d'alimenter la spirale baissière et de priver les marchés d'un grand nombre de pourvoyeurs structurels de liquidités à long terme.

LES INVESTISSEURS DE LONG TERME ONT UN PROFIL TRÈS VARIÉ

La récente montée en puissance des fonds souverains

L'évolution de la localisation de la richesse mondiale qui s'est accélérée lors des récentes décennies, conduit à une évolution de la cartographie des investisseurs de long terme. Alors que, jusqu'à une période récente, les investisseurs de long terme étaient principalement d'origine occidentale, des fonds souverains aux moyens importants ont été créés dans certaines zones émergentes, dégagant des excédents de balance des paiements grâce à l'exploitation de leurs ressources naturelles (au Moyen-Orient notamment) ou de stratégies de développement basées sur l'exportation utilisant l'avan-

tage comparatif procuré par une main-d'œuvre durablement peu coûteuse (pays asiatiques).

La montée en puissance de ces fonds souverains résulte d'un choix politique de ces pays en termes d'allocation intertemporelle de leurs ressources. Conscients du fait que leurs ressources ne sont pas éternelles, ces pays choisissent d'investir une partie de leurs avoirs à l'étranger sous forme notamment de titres publics, mais aussi parfois dans des entreprises étrangères afin d'améliorer le couple « rendement-risque » de leur épargne et de diversifier leurs sources de revenus futurs. En procédant ainsi, ils assurent pour partie l'avenir des générations futures au détriment de l'amélioration des conditions de vie immédiates de la population.

Cette stratégie d'investissement témoigne d'une véritable vision de long terme, ce qui me laisse penser que ces investisseurs partagent certaines caractéristiques communes avec certains investisseurs européens comme la Caisse des Dépôts, la Cassa Depositi e Prestiti et la KfW. C'est cette intuition qui m'a conduit à lancer l'initiative du Club des Investisseurs de long terme en 2008, visant à regrouper les investisseurs de long terme qui partagent nos valeurs, et dont la charte a été signée lundi 20 avril 2009 par les principales institutions financières publiques européennes (BEI, CDP, KfW et Caisse des Dépôts).

La Caisse des Dépôts a une structure de bilan spécifique et robuste sur le long terme

La section générale de la Caisse des Dépôts dispose d'une capacité bénéficiaire récurrente sur longue période, ce qui autorise à la fois la rémunération de l'État et l'accumulation de ses fonds propres, qui ont progressé de 77 % en dix ans, passant de 10 milliards d'euros à 18 milliards d'euros de 1998 à 2008. Ce niveau élevé de fonds propres et les dépôts des professions juridiques, dont la gestion lui a été confiée par l'État, assurent la solidité et la quasi-permanence de son passif. Cela lui permet de jouer le rôle d'investisseur à long terme désormais inscrit dans la Loi de Modernisation de l'Économie promulguée le 4 août 2008.

Ses actifs de long terme, participations, actions et obligations, sont caractérisés par d'excellentes notations et une durée moyenne de détention longue (supérieure à 7/8 ans). La Caisse des Dépôts a une stratégie prudente de diversification entre classes d'actifs et la gestion du bilan est confortée par une grande liquidité.

Le passif des fonds d'épargne, quant à lui, est relativement stable sur longue période et son montant est désormais garanti dans le cadre de la Loi de Modernisation de l'Économie à hauteur de 125 % des prêts accordés à très long terme (supérieurs à 30 ans) au logement social. Les engagements de passif vis-à-vis des déposants sont par ailleurs couverts pour partie par un portefeuille constitué majoritairement de produits de taux et sont garantis par l'État.

La spécificité du bilan de la Caisse des Dépôts lui permet ainsi, depuis près de 150 ans, d'être un intervenant majeur dans le financement à long terme de l'économie française.

Comment caractériser les investisseurs de long terme ?

Les investisseurs de long terme sont des acteurs publics ou privés qui partagent au moins deux caractéristiques communes.

La première caractéristique, qui vient immédiatement à l'esprit, est l'horizon d'investissement. De manière schématique, les investisseurs peuvent être répartis en deux grandes catégories, les « court-termistes » (*traders*, certains *hedge funds*...) et les « long-termistes »

(assureurs, fonds de pension, fonds de réserve, fonds souverains, fonds de dotation universitaires...) qui agissent simultanément sur les marchés. Chacune de ces catégories remplit une fonction utile comme l'a montré Hirschman dans les années 1970 en distinguant les actionnaires « *exit* » et « *voice* » : les premiers permettent d'assurer la liquidité des marchés tandis que les seconds exercent une fonction de surveillance dans les entreprises et permettent une meilleure valorisation des sources de création de valeur au sein de celles-ci.

La seconde caractéristique est liée à la structure du bilan. Investir sur le long terme n'est possible qu'en l'absence d'engagement au passif ou en présence d'engagements dont la durée est élevée. Cette caractéristique différenciante est centrale dans le profil des investisseurs de long terme. Michel Aglietta et Sandra Rigot soulignent ce point dans leur récent ouvrage¹ : « *Les ressources d'épargne qui leur sont confiées sont directement collectives. Ils n'ont pas d'engagement de passif contractuel vis-à-vis d'épargnants individuels ; à l'instar des fonds de pension qui s'engagent à verser des pensions de retraite à leurs membres. (...) Ces fonds peuvent émaner d'un État, d'une université, d'une collectivité territoriale ou encore d'un organisme financier public. (...) D'autres investisseurs à long terme publics ou privés sont des collecteurs d'épargne contractuelle. Ils ont un engagement d'objectifs inscrit dans un contrat vis-à-vis de leurs mandants qui sont des ménages. Garantissant des revenus d'épargne dans un contexte d'incertitude et dans la longue durée, ils procèdent à une socialisation des risques* ».

Les différentes classes d'investisseurs de long terme

La première catégorie d'investisseurs de long terme regroupe les acteurs qui, en théorie, disposent de peu, voire d'aucun engagement de passif. Leur seule contrainte consiste à faire fructifier leurs avoirs, à l'instar des fonds souverains et des fonds de dotation universitaires (*endowment funds*) au-delà des cycles économiques. Certains

économistes les qualifient parfois de « fonds perpétuels ». Les actifs de ces investisseurs ont été longtemps orientés vers des allocations réputées sûres, principalement composées d'obligations souveraines américaines. Toutefois, la volonté d'améliorer le couple risque rendement des allocations d'actifs a poussé ces agents à diversifier leur portefeuille en y intégrant des actifs plus risqués tels que les actions.

Une deuxième catégorie fait face à des engagements de passif spécifiés dans le temps : il s'agit des fonds de réserve, tel le Fonds de Réserve des Retraites pour lequel il n'y a aucun décaissement prévu avant une date fixée par la loi (2020). Ces investisseurs sont dotés, dès l'origine, de ressources qui leur sont propres et en principe inaliénables pendant toute la durée de leur détention. Les performances de ces investisseurs s'évaluent sur le long terme et non pas annuellement, les positions pouvant être maintenues sans difficulté, y compris en cas de retournement du marché.

Enfin, la dernière catégorie d'investisseurs comprend les acteurs dont les engagements au passif sont importants et contractualisés. C'est le cas des fonds de pensions ou des assureurs. Ces derniers auront cependant tendance à diminuer la part d'actions dans leur allocation d'actifs dans les années à venir, contraints par les évolutions comptables (notamment la valorisation en *mark-to-market* des actifs en IFRS) et réglementaires (directive Solvabilité 2 qui évalue la solvabilité de la société à horizon court terme alors que les engagements ont un horizon bien plus long). Plus le niveau de fonds propres sera faible (mutuelles, par exemple) et

plus cette tendance de réduction de la part des actions devrait être marquée.

teurs de croissance de ces entreprises et favorisent ainsi leur développement à long terme.

**LES PRINCIPAUX APPORTS
DES INVESTISSEURS
DE LONG TERME :
FAVORISER
LE DÉVELOPPEMENT
DES ENTREPRISES
ET DES PAYS
ET TRANSFÉRER
LES RICHESSES ENTRE
LES GÉNÉRATIONS**

**Les investisseurs de long terme
jouent un rôle important
dans le financement et
le développement des entreprises
par leurs investissements
en actions**

En termes de rendements financiers, cette orientation est justifiée par la théorie économique et l'observation des séries statistiques longues relatives aux principales catégories d'actifs :

- le rendement sur très longue période des actions est significativement plus élevé que celui des obligations et des actifs non risqués ;
- l'investissement en actions est risqué y compris sur des durées longues, mais le risque relatif des actions vis-à-vis des obligations décroît avec la durée de détention et devient même favorable aux actions à long terme.

En s'impliquant plus que d'autres investisseurs dans la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils ont des participations plus stables au cours du temps, les investisseurs de long terme concourent à la mobilisation des fac-

**Par ailleurs, les investisseurs
de long terme permettent
le financement des projets
que les acteurs court-termistes
délaissent**

Les investisseurs de long terme contribuent, en assumant des risques que les acteurs court-termistes ne souhaitent pas prendre, à financer des projets notamment dans le domaine des infrastructures dont la rentabilité est différée dans le temps.

**Ils concourent aussi à l'efficience
des marchés en diffusant
une information spécifique
sur les entreprises et les projets**

Par leurs prises de participation, les investisseurs de long terme envoient des signaux aux marchés sur la viabilité et la valorisation des entreprises et des projets. Cette diffusion d'une information de long terme de qualité améliore l'efficience des marchés et profite à l'ensemble des acteurs financiers, court-termistes comme long-termistes.

**Un rôle de transfert
intergénérationnel de richesse**

L'horizon de placement des investisseurs particuliers est, par nature, limité ce qui empêche de partager les risques avec les générations suivantes. Or, les ménages disposant d'un portefeuille de

titres bénéficient de performances très hétérogènes selon la génération d'investisseurs à laquelle ils appartiennent. Par exemple, aux États-Unis, 1 dollar investi entre 1949 et 1968 dans un portefeuille diversifié d'actions générait jusqu'à 10,80 dollars, mais seulement 1,2 dollar sur la période 1901-1920.

Aujourd'hui, il n'existe pas véritablement de mécanismes de marché qui permettent de transférer les risques intergénérationnels. Certains investisseurs de long terme, que nous avons qualifiés de fonds perpétuels plus haut, peuvent remplir ce rôle.

En agissant en tant que mandataire des différentes générations de citoyens, un investisseur de long terme peut accumuler des réserves financières sur de longues périodes et optimiser leur répartition au cours du temps. Par ce biais, il permet un lissage des chocs financiers à travers les générations. Par ailleurs, ce mécanisme améliore le bien-être de toutes les générations. Gollier² estime que cet effet sur le bien-être équivalait, dans l'économie, à une augmentation de 1 % du rendement du capital.

L'ensemble de ces éléments, que ce soit au titre des caractéristiques des investisseurs de long terme ou au titre des rôles qu'ils assument, invite à s'interroger sur l'adaptation du cadre comptable et prudentiel aux missions de ces opérateurs spécifiques.

Il semble aujourd'hui nécessaire d'ajuster les règles prudentielles s'appliquant aux investisseurs de long terme sans engagement ou avec de faibles engagements de passif, afin de

prendre véritablement en compte leurs horizons d'investissement et la place essentielle qu'ils tiennent au sein de l'économie, que ce soit en termes de financement de l'économie ou de redistribution intergénérationnelle. Pour d'autres investisseurs de long terme tels que les assureurs ayant certains engagements de passif, la réflexion sur la possibilité de cantonner les éléments de bilan engagés, afin d'y faire peser les normes prudentielles et de dégager de ces règles les éléments de bilan non-engagés, devrait être rapidement entamée. Les règles de consolidation groupe pourraient procéder de la même logique.

De façon plus générale, les règles comptables, prudentielles et normatives doivent permettre aux investisseurs de long terme de pouvoir continuer à assurer le financement long des entreprises et des projets, en infrastructures notamment, pour répondre aux besoins des générations à venir, doublement préoccupées à alléger le poids de la dette qu'auront contractée leurs aînés et à promouvoir un développement qui devra être forcément durable.

C'est un enjeu important pour la Caisse des Dépôts qui, selon les dispositions prévues par la Loi de Modernisation de l'Économie, doit désormais suivre les mêmes règles prudentielles que les banques, sauf « adaptations nécessaires ». Ces adaptations, qui restent à définir, doivent se fonder sur son modèle économique particulier et sur sa capacité à mieux diversifier intertemporellement les risques. Elles doivent par ailleurs préserver son action en faveur de l'intérêt général et du développement économique.

NOTES

1. Michel Aglietta et Sandra Rigot : « *Crise et rénovation de la finance* », Odile Jacob, mars 2009.
2. Gollier, C., (2008), « *Intergenerational risk-sharing and risk-taking of a pension fund* », Journal of Public Economics, Vol 92/5-6, pp. 1463-1485, DOI information : 10.1016/j.jpubeco.2007.07.008.

