

Working Paper

Pourquoi manque-t-on d'investisseurs à long terme ?

Dominique Plihon¹, Sandra Rigot²

Mai 2018

¹ Université Sorbonne Paris Cité.

² Université Sorbonne Paris Cité.

La Chaire Energie et Prospérité

La chaire Energie et Prospérité a été créée en 2015 pour éclairer les décisions des acteurs publics et privés dans le pilotage de la transition énergétique. Les travaux de recherche conduits s'attachent aux impacts de la transition énergétique sur les économies (croissance, emploi, dette), sur les secteurs d'activité (transport, construction, production d'énergie, finance) et aux modes de financement associés. Hébergée par la Fondation du Risque, la chaire bénéficie du soutien de l'ADEME, d'Air Liquide, de l'Agence Française de Développement, de la Caisse des Dépôts, de Mirova, de Schneider Electric et de la SNCF.

Les opinions exprimées dans ce papier sont celles de son (ses) auteur(s) et ne reflètent pas nécessairement celles de la Chaire Energie et Prospérité. Ce document est publié sous l'entière responsabilité de son (ses) auteur(s).

Les Working paper de la Chaire Energie et Prospérité sont téléchargeables ici :

<http://www.chair-energy-prosperity.org/category/publications/>

Chair Energy and Prosperity

The Energy and Prosperity academic Chair was created in 2015 to inform decisions of public and private actors in managing the energy transition. The Chair research deals with the impacts of energy transition on national economies (growth, employment, debt), on specific sectors (transportation, construction, energy , finance) and with the associated financing issues. Hosted by the Risk Foundation, the chair has the support of ADEME, Air Liquide, the French Development Agency, the Caisse des Dépôts, Mirova , Schneider Electric and SNCF ..

The opinions expressed in this paper are those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of Chair Energy and Prosperity. It is therefore published under the sole responsibility of its author(s).

Chair energy and Prosperity working paper can be downloaded here:

<http://www.chair-energy-prosperity.org/en/category/publications-2/>

Pourquoi manque-t-on d'investisseurs à long terme ?

Résumé

Les investisseurs institutionnels sont devenus les principaux acteurs des marchés financiers internationaux, à côté des banques systémiques. Ces acteurs offrent des services financiers différents mais, selon la théorie, ils ont pour fonction commune de réduire les imperfections des marchés et d'assurer l'ajustement global entre l'épargne et l'investissement. Cependant, l'observation montre que, dans la réalité, le comportement de ces acteurs est affecté d'un biais court-termiste, qui s'explique notamment par leur politique de délégation de la gestion de leurs actifs. Ce comportement contribue au déséquilibre global entre épargne et investissement, les excédents d'épargne ne pouvant participer au financement des innovations et de la production faute d'investisseurs à long terme. Bien que disposant d'un passif stable et à long terme, certains investisseurs institutionnels ne sont pas en mesure de se projeter sur un horizon long, supérieur aux cycles conjoncturels, car ils ne parviennent pas à s'affranchir des contraintes de liquidité et de la volatilité des marchés. Les facteurs institutionnels, réglementaires et comptables, qu'il serait souhaitable de réformer, semblent contribuer à ce biais court-termiste. Cette situation suggère également que de nouvelles modalités d'intermédiation financière sont nécessaires, telles que celles réalisées par les banques publiques de développement, qui fonctionnent déjà dans certains pays, comme l'Allemagne, le Brésil et la France.

Introduction

La plupart des économistes considèrent, à juste titre, que l'économie mondiale s'est caractérisée au cours de la dernière décennie par un excédent d'épargne sur l'investissement, conduisant à une situation de sous-emploi et à une baisse des taux d'intérêt réels. Ce déséquilibre entre épargne et investissement est important dans les pays avancés, comme l'illustrent les excédents des paiements courants du Japon et de la zone euro. L'économie mondiale se trouve dans une situation paradoxale avec, d'un côté, une épargne surabondante, et d'un autre côté, des besoins considérables d'investissement à long terme non satisfaits liés, en particulier, à la transition énergétique. Un rapport du Conseil d'Analyse Economique (2010) conclut ainsi à l'incapacité de la finance globalisée à orienter les réserves mondiales d'épargne vers l'investissement productif et durable. Plus récemment, un rapport européen sur la finance durable, qui a donné lieu à un plan d'action de la Commission Européenne (2018), constate un déficit d'investissement annuel de 180 milliards d'euros pour atteindre les objectifs climatiques et énergétiques de l'Union européenne. Ces différents travaux se rejoignent sur un diagnostic commun : le déficit d'investissement à long terme serait lié aux limites du système financier international et à ses capacités d'intermédiation. Cet article se propose d'approfondir ce diagnostic. Son hypothèse est que le comportement des investisseurs institutionnels, principaux acteurs de la finance internationale, à côté des grandes banques systémiques, joue un rôle central dans les difficultés de l'ajustement entre épargne et investissement.

Une première section s'attache à analyser le rôle des investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pensions et fonds mutuels). En offrant des produits financiers diversifiés aux épargnants et des financements aux entreprises et aux Etats, les « zinzins » ont un rôle important d'intermédiation financière. Le volume des actifs financiers gérés par ces derniers s'est considérablement développé depuis les années 1980. De nouveaux acteurs ont pris leur essor à partir des années 2000, à côté des investisseurs traditionnels, en particulier les *hedge funds*, fonds de *private equity* et les fonds souverains. Selon la théorie, les « zinzins » existent pour réduire les imperfections de marché, et ce faisant assurer l'ajustement optimal entre épargne et investissement.

La deuxième section montre que le comportement observé des investisseurs, et leur fonctionnement comme intermédiaires financiers par voie de conséquence, sont différents de ceux postulés par la théorie. L'allocation des fonds collectés par les « zinzins » fait l'objet d'un processus long, qui relève de la gouvernance des fonds, et qui est lié notamment aux objectifs de placement ainsi qu'au cadre réglementaire. Pour réaliser l'allocation des fonds, les investisseurs font appel à des sociétés de gestion externes (*asset managers*) spécialisées dans certaines classes d'actifs traditionnels (actions, obligations...). L'article montre que cette externalisation de la gestion, qui se traduit par une délégation des décisions à des *asset managers* mis en concurrence, et jugés sur leurs performances, introduit un raccourcissement de l'horizon de placement et un biais court-termiste dans la stratégie des zinzins, qui est l'une

des causes principales de l'incapacité de ces derniers à s'engager dans des investissements de long terme.

La dernière section analyse les freins aux investissements de long terme et les pistes susceptibles de favoriser leur développement futur, en mettant l'accent sur les besoins d'investissement liés à la transition énergétique sous forme d'infrastructures, d'adaptation de l'appareil productif, de logements, de développement d'énergies renouvelables, ... Les investisseurs à long terme se caractérisent par des ressources stables (fonds de retraite), une capacité à se projeter sur un horizon long, supérieur aux cycles conjoncturels, à prendre en compte les critères extra-financiers et stratégiques (fonds souverains), et à établir des relations de long terme avec les entreprises dans lesquelles ils investissent. Certains obstacles aux investissements de long terme ont des causes d'origine institutionnelle qui doivent être identifiées et adaptées, notamment les normes prudentielles (Solvabilité II) qui donnent la priorité à l'objectif de solvabilité au détriment des investissements longs plus risqués, et les normes comptables (IFRS), dont certains principes (*market value*) attribuent un poids excessif aux fluctuations financières à court terme. Enfin, il apparaît que certaines formes d'intermédiation financière sont potentiellement mieux adaptées à l'investissement de long terme. C'est notamment le cas des fonds souverains, ainsi que des banques publiques de développement mises en place dans des pays différents tels que l'Allemagne (KfW), le Brésil (BNDES), et la France (AFD et BPI).

I. Les fonds d'investissement sont des intermédiaires financiers censés participer en théorie au financement de l'économie

Au début des années 1980, les pays occidentaux ont connu un mouvement d'expansion financière considérable dans lequel les fonds d'investissement et les investisseurs institutionnels en particulier ont joué un rôle crucial. Leur essor a contribué au développement des marchés de capitaux en fournissant des financements aux sociétés et aux États ; en développant des mécanismes pour le contrôle des firmes et la gestion des risques et en proposant aux ménages une offre diversifiée de produits d'épargne.

Outre les transformations majeures liées à la libéralisation (interne et externe) et l'innovation financière, à l'œuvre dans la décennie 1970, cette expansion peut s'expliquer par les incitations fiscales initiées par les gouvernements occidentaux qui ont cherché à réorienter l'épargne des ménages dans le but de financer les besoins croissants de financements de l'État, mais aussi par l'augmentation de la population d'âge mûr (*baby-boom*) capable d'épargner à partir de 1985. Par ailleurs, l'augmentation de cette épargne institutionnelle s'est faite dans un contexte de hausse exceptionnelle des marchés boursiers durant les années 1990.

Si ces acteurs de marché sont considérés comme les principaux vecteurs de la financiarisation, c'est parce qu'ils ont participé notamment à changer les règles de l'intermédiation financière et donc les modes de financement de l'économie. Alors que le financement des acteurs économiques passait essentiellement par les banques (*via* le crédit), il se fait progressivement par les marchés financiers (*via* l'achat et la vente de titres comme les obligations et les actions) puis indirectement par de nouveaux intermédiaires financiers tels les investisseurs institutionnels. La concurrence de ces nouveaux acteurs a obligé les banques traditionnelles à s'adapter en proposant elles-mêmes des produits orientés davantage vers les marchés.

D'un point de vue théorique, l'existence de ces intermédiaires financiers répond à un ensemble d'imperfections des marchés. En effet, ils sont censés jouer un rôle économique en permettant, d'organiser le transfert des fonds depuis les agents qui épargnent vers ceux qui souhaitent emprunter, mais aussi de rendre compatible leurs motivations antagoniques en termes de prix, d'échéances, de rendements ou de liquidité. Cette transaction s'avère mutuellement avantageuse dans la mesure où elle permet de lever la contrainte budgétaire des agents non financiers en leur permettant un échelonnement temporel plus satisfaisant de leurs dépenses. À l'échelle globale, elle permet d'accroître les niveaux d'épargne et d'investissement et de participer à la croissance économique.

En produisant des services d'informations liés à la sélection des emprunteurs, en se spécialisant dans l'achat et la vente d'actifs financiers, en traitant des volumes financiers très élevés, les intermédiaires financiers accèdent à des coûts unitaires (coûts opérationnels, de négociation ou de recherche d'information...) plus bas que ceux qui s'imposent aux agents individuels et donc parviennent à en tirer profit. Enfin, grâce à leur taille, les intermédiaires financiers peuvent plus facilement diversifier leurs portefeuilles et donc mieux répartir l'ensemble des risques inhérents à l'activité financière. Toutefois, loin de faire disparaître les imperfections de marché, ils ne font que les réduire.

Au-delà de leur fonction commune de faciliter la rencontre entre prêteurs et emprunteurs de capitaux, les intermédiaires financiers se différencient fortement sur la finalité de leurs activités, la nature des produits d'épargne proposés aux ménages, ou encore le profil rendement-risque des actifs. On distingue traditionnellement les investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurances, organismes de placements collectifs,) des autres fonds d'investissement étant donné que ces derniers ont connu un essor plus récent et qu'ils sont moins réglementés. Les investisseurs institutionnels sont des institutions financières spécialisées, qui gèrent des épargnes collectivement, par capitalisation³ et qui ont des engagements contractuels avec des objectifs définis vis-à-vis de leurs mandants.

³ La capitalisation consiste à placer sur les marchés financiers l'épargne collectée (achat d'actions, obligations...) pour la faire fructifier et à réinvestir les revenus financiers ainsi obtenus de manière à accroître la somme initiale.

Mis en place par les entreprises pour assurer le financement des retraites de leurs salariés, les fonds de pension sont chargés de collecter les contributions salariales et patronales, de les gérer par capitalisation et de verser des prestations (capital/rente viagère). Ces fonds existent essentiellement dans les pays anglo-saxons qui ont fait le choix d'un système de retraite par capitalisation. De la même manière, les compagnies d'assurance (vie) collectent l'épargne sous la forme de primes pour les gérer par capitalisation afin de pouvoir redistribuer sous forme d'indemnités lors de la survenance d'un risque. Elles commercialisent des contrats de protection financière contre la conséquence d'événements futurs incertains (épargne, retraite, décès) qui ont des engagements de long terme.

Les produits offerts par ces deux derniers investisseurs ont comme point commun d'avoir une dimension sociale. Les fonds de pension participent au financement des retraites. Les compagnies d'assurance répondent aux besoins de protection du plus grand nombre en fournissant une assurance aux citoyens contre les aléas de la vie. Parce qu'ils participent à une socialisation des risques dans un contexte d'incertitude, ils peuvent être encouragés par les pouvoirs publics, tout en étant particulièrement contrôlés, via une fiscalité avantageuse. Les organismes de placements collectifs (*mutual funds*) ont pour objet la gestion de portefeuille d'actifs financiers. Ils proposent des formules collectives de placement qui permettent aux agents d'investir à moyen et long terme en bénéficiant des avantages liés à la diversification des risques, l'expérience des professionnels et souvent à une fiscalité avantageuse.

En outre, à partir des années 2000, on observe la montée en puissance d'autres fonds d'investissement : d'une part, les fonds d'investissement publics (fonds souverains) avec les évolutions démographiques, la nationalisation des rentes pétrolières et les excédents commerciaux de certains pays ; et d'autre part, les *hedge funds* (fonds spéculatifs) et les fonds de *private equity* (fonds de capital investissement) qui visent des rendements plus élevés que les indices de marchés actions. Les premiers sont des fonds qui combinent des stratégies variées, un *trading* très actif, du levier financier, dans le but de réaliser une performance absolue sur un horizon court. Les seconds sont, à l'origine, plus spécialisés dans le financement de l'innovation *via* la création d'entreprises (*venture capital*), de la croissance des PME (expansion), l'acquisition d'entreprises cibles existantes et de tailles diverses (*leverage buyouts*) afin de réaliser une performance à moyen terme. Une telle diversité d'acteurs devrait logiquement se traduire dans leurs stratégies de placement. Certaines catégories d'investisseurs peuvent être considérées comme théoriquement à long terme dans la mesure où ils ont un passif long c'est-à-dire que leurs engagements s'étalent dans le temps (comme les fonds de pension, les assureurs et les fonds souverains).

Depuis plus de trois décennies, les investisseurs institutionnels représentent, après les banques, les plus gros collecteurs d'épargne dans le monde. Toutefois, la financiarisation a brouillé les frontières entre ces institutions car bien souvent, les banques peuvent être considérées comme des investisseurs institutionnels *via* leurs filiales d'assurance ou de gestion d'actifs. La diversification de leurs activités leur a d'ailleurs permis d'acquérir de véritables positions dominantes sur l'ensemble des marchés financiers (Morin, 2015).

Si on raisonne par métiers, les encours des fonds de pension, des compagnies d'assurance et des fonds mutuels sont estimés respectivement fin 2016 à environ 38, 28 et 85 trillions de dollars. La domination des pays développés occidentaux et anglo-saxons en particulier est incontestable. En revanche, les plus grands fonds souverains sont issus des pays émergents d'Asie du Sud-Est (40 % des actifs des fonds souverains), comme la Chine et Singapour, ou du Moyen-Orient (35 %), comme les Émirats arabes unis et l'Arabie saoudite. La Norvège fait exception, puisqu'il s'agit du seul pays de l'OCDE à détenir un fonds souverain important. Le total de leurs encours est estimé à 6,5 trillions de dollars en 2017. De leur côté, les *hedge funds* (3,2 trillions de dollars) et les fonds de *private equity* (2,4 trillions de dollars) sont majoritairement américains, et très largement britanniques et français en Europe.

Par leur détention d'actions, ces fonds d'investissement sont devenus les principaux actionnaires des sociétés cotées. Au Royaume-Uni, la proportion d'actions directement détenues par les personnes physiques est passée de 54% à 11% de 1960 à 2010 au profit des investisseurs institutionnels (Çelik, Isaksson, 2013). La progression est la même aux États-Unis où ces fonds représentaient respectivement près de 70% et 60% de la capitalisation boursière⁴ en 2005 et 2016 contre 6% en 1950. On observe également un phénomène de concentration : les 10 plus gros investisseurs institutionnels détenaient 44,7%⁵ des sociétés cotées américaines du S&P 500 en 2015.

II. Allongement de la chaîne d'intermédiation financière et court-termisme des investisseurs

Une fois l'épargne collectée par les investisseurs institutionnels, se pose la question de savoir comment ils la gèrent pour le compte de leurs clients. D'une manière générale, leurs décisions de placements sont le fruit d'un processus long, qui s'inscrit dans un contexte organisationnel spécifique, d'autant plus complexe qu'il évolue au cours du temps, sous la pression de la réglementation. Certes les engagements contractuels vis-à-vis de leurs clients vont définir les objectifs d'investissement, mais à cela peuvent s'ajouter des exigences réglementaires et comptables plus ou moins contraignantes qui dépendent du type d'investisseur. Un tel

⁴ The 2007 Institutional Investment Report: Trends in Institutional Investor Assets and Equity Ownership of U.S. Corporations, at Table 10: Institutional investor holding of outstanding equity, 1950-2005. Broadridge Financial Solutions and PwC's Governance Insights Center, "2016 Proxy Season Wrap-up," *ProxyPulse*. third ed. (2016).

⁵ David Benoit, Kirsten Grind, "Activist Investors' Secret Ally: Big Mutual Funds", *Wall Street Journal*, Aug. 9, 2015.

processus relève de ce qu'on appelle la gouvernance des fonds. L'analyse de son évolution va nous permettre de mettre en exergue un certain type de comportement d'investissement qui tend à converger vers une norme basée sur le rendement financier et sur un horizon de court terme.

Ce processus comprend deux étapes principales impliquant différents acteurs. La première, l'allocation stratégique, consiste à choisir la répartition constante du portefeuille entre les différentes classes d'actifs, en fonction des objectifs de l'investisseur, de la prévision des rendements futurs, de l'analyse de leurs variances et covariances, et de la génération de scénarios pour explorer les allocations robustes aux risques extrêmes. Cette étape est cruciale car elle revient à définir le portefeuille de référence et correspond à une décision de long terme. Elle est considérée comme un déterminant majeur du rendement du fonds (Brinson, Singer, Beebower (1991)). L'étape suivante dite allocation tactique, revient à faire régulièrement des ajustements dans le portefeuille pour tenir compte des opportunités de court terme, tout en restant proche de l'allocation stratégique. Il s'agit donc de modifier les pondérations des classes d'actifs par rapport au portefeuille de référence dans la limite des écarts admis.

Pour réaliser ces différentes étapes (allocation stratégique, allocation tactique ou encore la sélection de titres dans une classe d'actifs...), les investisseurs peuvent faire appel à des sociétés de gestion externes (*asset managers*) spécialisées dans certaines classes d'actifs traditionnels (actions, obligations...). Il en résulte un niveau de délégation entre l'investisseur et les gérants externes qui est propice à une relation d'agence. Il se trouve qu'au fur et à mesure que les investisseurs institutionnels ont vu leurs encours augmenter, ils ont eu tendance à externaliser l'allocation tactique de leur portefeuille et ce d'autant plus qu'ils souhaitaient se placer dans des classes d'actifs non traditionnels (immobilier, *private equity*, *hedge funds*...). Cette tendance rejoint celle du découpage « *core-satellite* » qui a été adopté dans les années 2000 et qui consiste à définir une allocation stratégique donnée, puis à répartir les actifs gérés dans deux « poches », *core* (80 %-90 %) et *satellite* (10 %-20 %).

Au départ, ces externalisations présentent certains avantages car en déléguant tout ou partie la gestion d'actifs, l'investisseur compte sur la gamme diversifiée d'activités des *assets managers* pour générer des rendements supérieurs, ainsi que sur la réalisation d'économies d'échelle. C'est la raison pour laquelle ces délégations de gestion ont été encouragées par voie de réglementation comme, par exemple, la loi Erisa promulguée en 1974 aux Etats-Unis. Avec un certain succès car ce mouvement s'est amplifié dans les années 1990 pour arriver à des cascades de délégations. Rigot (2010) met en évidence une forte expansion de la gestion externe des fonds de pension américains à prestations définies passant de 50% à 80% sur la période 1990-2010 et ce chiffre est en progression constante. Le corollaire de ce développement de la délégation a été l'augmentation des actifs gérés par les *asset managers* qui sont souvent confondus avec les *mutual funds*. En réalité, ces derniers correspondent plus

à des véhicules financiers car *in fine* ce sont les *asset managers* qui créent les *mutual funds* et qui proposent à leurs clients de placer leur épargne en fonction de leur profil de risque.

La multiplication des délégations à l'œuvre depuis plus de trente ans a eu des conséquences importantes sur le processus de décision d'investissement, révélant ainsi les faiblesses de la gouvernance des fonds. Ces multiples délégations ont, par exemple, contraint les fonds de pension à mettre en place des contrôles fréquents d'évaluation de la performance des gérants délégataires. Si ces contrôles sont légitimes dans une relation de délégation, ils vont avoir pour conséquence des logiques court-termistes. En effet, les gérants d'actifs sont mis en concurrence par leurs clients institutionnels pour garder leurs mandats, ils doivent donc faire de la performance. Le contrôle sur ces gérants externes est souvent focalisé sur la performance de court terme laissant les décisions de placement dans les mains de professionnels qui n'ont pas toujours vocation à prendre en compte les intérêts des détenteurs ultimes des titres. D'où un désalignement des intérêts entre gérants externes et épargnants, qui est caractéristique des défaillances de marché. Par ailleurs, lorsque l'externalisation porte sur un produit de niche peu transparent (*hedge funds*) pour lequel l'investisseur dispose de faibles compétences, l'inefficience de l'allocation d'actifs peut être liée à une mauvaise sélection et/ou monitoring de gérants.

Ces comportements court-termistes se traduisent par un raccourcissement considérable de l'horizon de placement des investisseurs. Une étude de l'OCDE (2011) montre une tendance baissière progressive mais forte de la période de détention des actifs financiers par les investisseurs institutionnels de 1991 à 2009. Plus précisément sur la période, la durée est passée de deux ans à environ six mois sur le New York Stock Exchange (NYSE), de un an à six mois sur le Deutsche Börse, de 2,2 ans à un 1,2 an sur Euronext, de 1,5 an à six mois sur le London Stock Exchange (LSE). La bourse du Japon enregistre la baisse la plus spectaculaire avec un taux de détention qui passe de cinq ans et demi en 1992 à moins d'un an en 2009. Un tel raccourcissement tranche non seulement avec le passif de long terme de certains investisseurs comme les fonds de pension et les assureurs, mais aussi avec les horizons d'investissement des sociétés que ces investisseurs sont censés financer par leurs placements. Ainsi, en étant en concurrence, les gérants ne peuvent pas tenir des positions sur des durées compatibles à celles de l'entreprise. Il en découle un désalignement des intérêts entre gérants externes et agents à besoin de financement.

Un autre type de délégation illustre à quel point les investisseurs institutionnels sont de moins en moins engagés dans les entreprises : l'externalisation des droits de vote à des firmes de conseil de vote (*proxy advisors*). Si l'essor de ces dernières est concomitant de la croissance de l'actionnariat institutionnel ces 30 dernières années, il peut également s'expliquer par les exigences réglementaires⁶ de ces fonds qui les obligent à voter lors des assemblées générales dans l'intérêt de leurs bénéficiaires sur des sujets aussi cruciaux que la rémunération des

⁶ Investment Advisors Act ou ERISA

dirigeants (“say-on-pay”⁷), les indemnités de licenciements (les parachutes dorées), la composition du conseil d’administration, la stratégie de la société en matière de développement durable... Autant de questions complexes qui nécessitent des analyses approfondies et qui ont contribué à la demande accrue de conseils pour savoir comment voter lors des assemblées.

L’essor de ces *proxy advisors* constitue une évolution importante car ils peuvent avoir une influence considérable sur la gouvernance d’entreprise. Par exemple, beaucoup d’investisseurs institutionnels recherchent les services de ces firmes pour les assister dans la mise en œuvre de bonnes pratiques de gouvernance. Selon une étude de PwC⁸ (2016), en ayant recours aux *proxy advisors*, les investisseurs institutionnels ont tendance à voter davantage lors des assemblées générales. En 2016, 91% d’entre eux ont exercé leur droit de vote alors que les investisseurs individuels n’étaient que 28%. Si certaines études montrent que les recommandations des firmes de conseils peuvent influencer les votes des actionnaires lors des assemblées générales, il n’y a pas de consensus sur l’étendue de cette influence. Le degré varie selon les firmes de *proxy advisors*, les questions posées et la structure actionnariale. A titre d’illustration, Ertimur et al. (2013) concluent que les recommandations des *proxy advisors* sont déterminantes sur les résultats de votes sur les rémunérations et que les institutionnels de petite taille ont tendance à suivre mécaniquement leurs recommandations contrairement à ceux de grande taille plus enclins à avoir leur propre politique de votes (recherches en interne). Malenko et al. (2015) montrent que les recommandations négatives du leader des *proxy advisors* (ISS) réduisent d’environ 25% le pourcentage de vote en faveur de la proposition de “say-on-pay”. Il en découle que certaines firmes peuvent amender en amont leur politique de rémunération pour éviter des recommandations de vote négatif (Larcker et al., 2015).

Le pouvoir d’influence des *proxy advisors* peut toutefois être appréhendée moins positivement dans la mesure où il s’agit d’un marché très concentré avec deux grandes firmes leaders ISS (*Institutional Shareholder Services*) et Glass Lewis qui représentent respectivement 60% et 35% de part de marché. Comptant plus de 1 700 clients institutionnels et couvrant plus de 40 000 assemblées générales dans plus de 100 pays avec plus de 250 personnes dédiées à la recherche sur la gouvernance d’entreprise, on devine qu’il est difficile pour ISS de faire du conseil spécialisé, et que les votes vont nécessairement être gouvernés par des objectifs standardisés de performance de court-terme (que l’actionnaire de référence soit un investisseur de long terme ou pas). En outre, d’autres études sur le court-termisme se sont intéressées au rôle de plus en plus actif joué par certains actionnaires, les *hedge funds*, en assemblée générale et dans les conseils d’administration des firmes américaines au cours des années 2000. Coffee et Palia (2016) montrent par exemple que l’activisme de ces actionnaires

⁷ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act exige un vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants.

⁸ Broadridge Financial Solutions and PwC’s Governance Insights Center, “2016 Proxy Season Wrap-up,” *ProxyPulse*. third ed. (2016).

se traduit dans bien des cas par un déclin des dépenses de R&D et d'investissement mais aussi par un transfert de richesse des créanciers et des salariés vers les actionnaires.

Par ailleurs, la multiplication de la délégation de gestion d'actifs accroît considérablement les opportunités pour des intermédiaires financiers de prélever des commissions. Pour l'ensemble des fonds de pension américains à prestations définies, les coûts de gestion liés aux nombreux niveaux de délégation ont été multipliés par presque 3 passant de 0,17 % en 1990 à 0,45 % des actifs sous gestion en 2008 (Rigot, 2010). Mais ce sont surtout les coûts de la délégation (avec une double commission de gestion (1%-2%) et de performance (20%-40%)) vers les fonds de *private equity* et les *hedge funds* qui ont grimpé. Ces commissions représentent un manque à gagner pour l'épargnant mais impactent également les sociétés qui sont mises sous pression pour être performantes.

Enfin, la crise qui a éclaté en 2007 semble avoir été l'occasion de confirmer le transfert des risques financiers vers les épargnants. En effet, les contrats noués entre les ménages et les fonds de pension/compagnies d'assurances ont progressivement changé de nature. Le passage des fonds de pension à prestations définies à cotisations définies ou encore des contrats en fonds euros en unités de compte permet d'imposer à l'épargnant la variabilité de la rémunération, l'intermédiaire financier ne supportant plus le risque de l'instabilité financière. Cette évolution qui n'est pas seulement conjoncturelle révèle à quel point on est à l'opposé du rôle théorique, attribué à la finance et aux intermédiaires financiers, qui est de mutualiser les risques. Un tel report du risque participe à la remise en cause de l'influence positive des marchés financiers sur la croissance économique (Cecchetti, Kharroubi, 2012).

Au final, en adoptant des comportements homogènes plutôt court-termistes voire moutonniers, on constate que la diversité des investisseurs ne se traduit pas dans leurs stratégies d'investissement. Les investisseurs institutionnels ont eu tendance à compter presque trop exclusivement sur les gérants d'actifs pour gérer tout ou partie de leur portefeuille. Cette croissance des *asset managers* en allongeant la chaîne d'investissement et en la rendant plus complexe, a, non seulement participé à la baisse de l'engagement des investisseurs financiers dans l'entreprise, mais a aussi induit une augmentation des coûts du service d'intermédiation financier aussi bien pour les agents à besoin de financement (emprunteurs) que les épargnants, et une dissymétrie dans la prise de risque (Kay, 2012). Enfin, la délégation participe à dénaturer une épargne longue en épargne courte. D'où le besoin d'aller vers des comportements/investisseurs qui sortent de cette logique de la concurrence pour les rendements de court terme et qui prennent en considération des critères extra financiers au regard notamment des risques climatiques grandissants.

III. Le besoin d'acteurs de long terme et la nécessaire prise en compte des enjeux extra-financiers

Les comportements et la gouvernance des investisseurs institutionnels qui viennent d'être analysés limitent leurs capacités d'intermédiation financière. Notre hypothèse est que le biais court-termiste des investisseurs contribue aux dérèglements de l'ajustement global entre épargne et investissement, et au déficit d'investissement à long terme, soulignés par les travaux récents mentionnés précédemment. La « tragédie de l'horizon », pointée par Mark Carney dans un discours adressé à des investisseurs institutionnels en 2015 sur les conséquences de la crise climatique, s'inscrit dans ce diagnostic. Considérant que les effets négatifs du changement climatique se feront sentir à un horizon éloigné, les investisseurs court-termistes sont amenés à négliger les risques financiers qui en découlent. Cet horizon long s'applique à la plupart des investissements pour le développement durable. Il est incompatible avec un système financier dominé par des critères de court-terme.

Outre leur horizon long, les investissements nécessaires à la transition énergétique et au développement durable se caractérisent également par le fait qu'ils génèrent d'importantes externalités qui ne sont pas prises en compte par les critères de rentabilité financière des investisseurs. S'attaquer à « la tragédie de l'horizon » implique donc de donner un poids important aux risques et aux critères d'investissement extra-financiers, économiques, sociaux et environnementaux.

En fin de compte, ces limites de l'intermédiation financière réalisée par les investisseurs institutionnels peuvent s'analyser comme des échecs des marchés financiers tels qu'ils fonctionnent dans le cadre institutionnel actuel. Face à ces défaillances, il est nécessaire d'identifier ces « investisseurs à long terme » qui seraient potentiellement en mesure de satisfaire les besoins de financement liés au développement durable et à la transition énergétique, d'analyser leur rôle et les obstacles empêchant l'émergence de tels acteurs.

Qui sont les investisseurs à long terme ?

Un investisseur de long terme se caractérise par un horizon long, dépassant la durée du cycle conjoncturel, pouvant atteindre ou dépasser celui d'une génération. Cette capacité à se projeter sur un horizon long repose sur l'existence d'un passif assez long pour s'affranchir des contraintes de liquidité et des variations à court terme des prix des actifs. Un passif à long terme est fondé, en premier lieu, sur l'importance des fonds propres, qui assurent la solvabilité de l'investisseur, et en second lieu, par une faible sensibilité aux fluctuations des marchés. Au-delà de ces deux caractéristiques, la nature de l'épargne collectée joue un rôle essentiel. Un passif long peut être constitué par une épargne contractuelle destinée à la retraite des ménages. Les fonds de pension et les compagnies d'assurance satisfont ces conditions et peuvent être considérés potentiellement comme des investisseurs de long terme.

D'autres acteurs, les fonds perpétuels sans engagement explicite de passif, rentrent également dans la catégorie des investisseurs de long terme : ce sont en particulier les fonds souverains, acteurs publics qui se sont développés récemment, et dont les ressources proviennent de ressources, notamment de réserves de change, accumulées à la suite d'exportations de matières premières, de pétrole et d'excédents commerciaux (Norvège, Chine, pays du Moyen Orient). A côté des fonds souverains, d'autres acteurs plus spécialisés, disposent de fonds souverains qui leur donne une capacité à investir à long terme. Ce sont les Caisses des dépôts organisées sous des formes différentes en France, en Italie (Casa di Depositi), au Québec (Caisse de dépôts du Québec) et au Maroc (Caisse des dépôts et de gestion du Maroc). On peut également inclure dans cette catégorie, les fonds de lissage des systèmes de retraites publiques, tels que le FRR en France.

Le rôle potentiel des investisseurs de long terme

Ces acteurs ne sont pas soumis, en principe, au seul critère du rendement financier à court terme. On peut donc attendre un comportement différent face au risque et au temps. Leur passif étant plus stable, ils peuvent investir dans des actifs plus longs et plus risqués, et retenir des critères d'investissement extra-financiers, prenant notamment en compte les externalités positives induites par le projet d'investissement. Ceux-ci peuvent aussi accepter des risques de court terme plus élevés dans la mesure où ils ne dégradent pas leur performance à long terme. L'investissement de long terme permet, en théorie, de pallier l'incomplétude de certains marchés qui rend impossible la fixation d'un prix à un moment donné (innovations), ou l'inefficience des marchés, lorsque les prix ne reflètent pas toute l'information disponible. Raisonant sur un horizon long, ces investisseurs ont en effet les moyens de rechercher l'information nécessaire, et d'éviter un comportement moutonnier. Par ailleurs, ces investisseurs sont incités à s'impliquer dans la durée dans la gouvernance des entreprises sans avoir à déléguer leur rôle d'actionnaire, ce qui est un facteur de court-termisme, comme on l'a vu plus haut. Enfin, les investisseurs de long terme peuvent jouer un rôle d'amortisseur de crise, l'importance de leurs fonds propres leur permettant d'absorber à court terme des pertes éventuelles⁹.

Lever les obstacles à l'émergence d'investisseurs de long terme

Il faut s'interroger sur les raisons qui amènent des acteurs tels que les fonds de pension et les sociétés d'assurance à adopter les comportements court-termistes et moutonniers, alors que ceux-ci présentent les caractéristiques d'investisseurs à long terme, décrites plus haut. Si l'on souscrit à l'analyse keynésienne de la finance, celle-ci est guidée par les « esprits animaux » qui induisent inévitablement ce type de comportement. Mais on peut également considérer qu'il existe des explications d'ordre institutionnel, en particulier le cadre réglementaire et comptable dans lequel évoluent ces acteurs.

⁹ Voir les contributions de Pierre Jaillet et Natacha Valla dans le rapport du CAE cité (2010)

La régulation financière poursuit un double objectif : protéger les épargnants, insuffisamment informés, et les contribuables pour éviter d'avoir à « socialiser » les pertes des établissements financiers insolvables. Dans la poursuite de ces objectifs, la réglementation financière fait face à deux exigences contradictoires : assurer la solvabilité des acteurs financiers, et inciter ces derniers à investir les ressources collectées dans des investissements favorables à une croissance durable. Or les normes prudentielles actuelles applicables aux assureurs, qui viennent d'être modifiées à la suite de la crise (Solvabilité II¹⁰), comportent des biais court-termistes liés au mode de calcul des exigences prudentielles et au traitement prudentiel spécifique de certains actifs de long terme. Dans le premier cas, c'est le choix d'adopter un cadre prudentiel qui s'appuie sur la *full fair value*¹¹ qui est en cause. 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* ». Dans le second cas, c'est la pondération des fonds propres réglementaires pour certains actifs spécifiques considérés à long terme qui est critiquable. Il en découle 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.

Ce type de normes prudentielles amène ces acteurs à effectuer une réallocation de leurs actifs vers des titres à court terme en cas de tensions sur les marchés. Il serait donc souhaitable de modifier Solvabilité II en mettant en place un traitement prudentiel allégé sous certaines conditions : un *turn over* du portefeuille faible ou limité au *rebalancing* afin de rendre compatible ce mode de financement avec l'horizon d'investissement des firmes financées ou encore une gestion *buy and hold* que les assureurs considèrent ne pas pouvoir faire en raison des modes d'évaluation. Il existe également un débat sur l'adaptation des normes de solvabilité bancaire pour favoriser le financement de la transition énergétique. Un groupe de travail d'experts européens (déjà cité) a proposé la mise en place d'un facteur de réfaction applicable aux exigences de capital prudentiel associées aux expositions sur les actifs favorisant la transition énergétique (*green supporting factor*). On peut s'interroger sur la pertinence d'une telle mesure, qui peut mettre en question l'objectif de stabilité bancaire des normes de fonds propres.

Par ailleurs, les normes comptables IFRS donnent un poids prépondérant aux évolutions de marché à court terme. L'enregistrement en valeur de marché imposé par les normes sur les instruments financiers (IAS 39 – IFRS 9) conduit à répercuter la volatilité des prix d'actifs dans les comptes des investisseurs, ce qui contribue au comportement court-termiste et pro cyclique de ces derniers. Les principes comptables concernant l'enregistrement des actions détenues à moyen et long terme ne sont pas fondamentalement différents de ceux appliqués au trading. Cette « instantanéité » des évaluations, qui concerne particulièrement les fonds

¹⁰ La directive Solvabilité II vise à refondre le cadre prudentiel du secteur de l'assurance en se substituant au régime Solvabilité I, issu de directives des années 70. Elle a été adoptée en 2009 par le Conseil et Parlement européens mais n'est entrée en application que le 1er janvier 2016.

¹¹ Même les postes qui sont maintenus au coût en IFRS sont censés être réévalués à la juste valeur.

propres, réduit la « viscosité » des comptes qui serait souhaitable pour faciliter les stratégies d'investissement à long terme. Pour cette raison, il serait opportun de créer une nouvelle catégorie comptable de long terme qui permettrait d'évaluer au coût historique certains actifs détenus effectivement à long terme (actions cotées, *private equity*, parts d'infrastructure) avec une durée de détention minimale de 5 ans et des divulgations obligatoires en annexes sur l'évolution du portefeuille. Au final, on constate que l'effet négatif des normes comptables et prudentielles peut se cumuler sur les placements dans des titres risqués au profit d'obligations d'Etat.

Le besoin de nouvelles formes d'intermédiation financière

Face aux imperfections de marché et aux biais court-termistes des investisseurs institutionnels analysés précédemment, de nouvelles formes d'intermédiation financière semblent nécessaires pour assurer des financements longs. Une voie possible est celle de l'intermédiation financière publique, destinée à financer les investissements de long terme et à assurer les risques auxquels les investisseurs traditionnels ne veulent plus faire face, ces derniers préférant la liquidité de leur actif en dépit d'engagements longs à leur passif. Un tel intermédiaire public pourrait prendre la forme d'une Banque Partenariale de Financement de l'Investissement (BPMI) jouant le rôle d'intermédiaire entre l'épargne institutionnelle (celle des fonds de pension et des compagnies d'assurances) et les crédits faits aux firmes. *Via* ses ramifications régionales, celle-ci sélectionnerait les projets d'investissements des firmes et les financerait grâce à l'épargne qu'elles auraient levée auprès des investisseurs institutionnels plutôt attirés par le long terme. Puisque ces intermédiaires financiers ne se placent pas à long terme, il est envisageable de les obliger à détenir un seuil minimum de titres de la BPMI dans leur bilan.

Ainsi, en lieu et place de leurs délégations actuelles vers une multitude de fonds court-termistes, ils procéderaient à une nouvelle délégation de gestion d'actifs, l'épargne qu'ils collectent se trouvant redirigée vers le financement d'une seule BPMI qui se chargerait ensuite de placer cette épargne à long terme (car elle ne serait pas soumise à la pression des marchés et des actionnaires). De manière à les rendre attractifs, on pourrait aussi imaginer que ces titres consomment peu de capital dans la réglementation prudentielle des banques et des assurances. Si certains de ces titres avaient l'avantage supplémentaire d'être garantis par la BCE, ces marchés obligataires intermédiés par un acteur public connaîtraient un développement sans précédent. L'objet d'une BPMI ne consiste donc pas seulement à impulser une dépense initiale pour entraîner un ensemble de revenus et de dépenses privées, en amont (investissement privé) et en aval (dépenses de consommation). Son rôle est aussi d'orienter des investissements sur la base d'une décision politique, une planification sur le long terme (Auvray et al., 2016). Plusieurs pays ont déjà mis en place des banques publiques de développement, comme la BNDES au Brésil, la China Development Bank et la KfW en Allemagne (Mazzucato, 2015) qui jouent un rôle important dans le financement de l'innovation et des énergies renouvelables.

Bibliographie

Auvray et al. (2016), *L'entreprise liquidée: la finance contre l'investissement*, Editions Michalon.

Brinson, G.P., Singer, B.D., Beebower, G.L. (1991), *Determinants of Portfolio Performance II: An Update*, *Financial Analysts Journal* 47, 40-48.

Cecchetti, S., Kharroubi, E. (2012), "Reassessing the impact of finance on growth", BIS working paper, n° 381, juillet.

Çelik, S. and M. Isaksson (2013), "Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?", *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 11, OECD

Coffee J., Palia D. (2016), "The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance", *Annals of Corporate Governance: Vol. 1 (1)*, pp 1-94.

Ertimur Y., F. Ferri, D. Oesch, (2013), "Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay," *Journal of Accounting Research*, vol. 51(5)

EU Action Plan on Sustainable Finance, (2018), https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_en

Glachant J., Lorenzi J.-H., Quinet A., Trainar P. (2010), *Investissements et investisseurs de long terme*, Conseil d'Analyse Economique, Rapport, Documentation Française.

High-Level Expert Group on Sustainable Finance (2018), *Financing a Sustainable European Economy*, European Commission.

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

Malenko, Nadya and Shen, Yao, (2015), "The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design", *Review of Financial Studies*, Vol. 29 (12).

Mazzucato M. (2015), *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs. Private Sector Myth*, Revised Edition.

Morin, F. (2015), *L'Hydre mondiale. L'oligopole bancaire*, Lux éditions.

David F. Larcker, Allan L. McCall, and Gaizka Ormazabal, (2015), "Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms," *The Journal of Law and Economics* 58, (1): p. 173-204.

Rigot S. (2010), *Stratégies et gouvernance des fonds de pension*, thèse de doctorat en économie, Université Paris Ouest Nanterre La défense.